

Feedback Statement Beleidsregel verhandelbaarheid



De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	4
2	Consultatiereacties en antwoorden	6
3	Vervolgstappen en overgangsregeling	10

1 Inleiding

De AFM heeft op 30 september 2010 de 'Beleidsregel verhandelbaarheid' (de Beleidsregel) ter consultatie aan marktpartijen aangeboden. De consultatieperiode heeft gelopen tot 15 november 2010.

Met de Beleidsregel beoogt de AFM marktpartijen duidelijkheid te geven over de uitleg van het begrip verhandelbaarheid. Marktpartijen benaderen de Autoriteit Financiële Markten (AFM) regelmatig met de vraag of een waardebewijs of deelnemingsrecht verhandelbaar is. De uitleg van het begrip verhandelbaarheid is van belang bij het bepalen of een waardebewijs of deelnemingsrecht een 'effect' in de zin van de Wft is. Het antwoord op de vraag 'verhandelbaar of niet?' bepaalt of een daartoe bevoegde toezichthouder het prospectus moet goedkeuren volgens hoofdstuk 5.1 van de Wft en daarmee of het kapitaalmarkttoezicht van toepassing is.

Voor closed-end beleggingsinstellingen is de vraag 'verhandelbaar of niet' relevant om te bepalen welke bepalingen uit de Wft, en daarmee welk regime, van toepassing is op het prospectus. Het onderscheid tussen verhandelbare en niet-verhandelbare participaties van closed-end beleggingsinstellingen leidt tot toepasselijken van de volgende wettelijke bepaling:

- verhandelbare participaties van een closed-end beleggingsinstelling zijn effecten en vallen onder de reikwijdte van de prospectusrichtlijn¹ en artikel 5:2 (hoofdstuk 5.1) Wft; of
- niet-verhandelbare participaties van closed-end beleggingsinstellingen vallen onder de reikwijdte van artikel 4:49 Wft, waardoor de beheerder op de website een prospectus beschikbaar moet hebben dat voldoet aan de eisen van artikel 4:49 Wft. Voor dit soort participaties geldt hetzelfde prospectusregime als voor open-end beleggingsinstellingen.

De AFM heeft op haar website onder 'veelgestelde vragen' antwoord gegeven op de vraag wat moet worden verstaan onder een open-end en een closed-end beleggingsinstelling.² Een open-end beleggingsinstelling is doorlopend verplicht tot inkoop en uitgifte van deelnemingsrechten. Onder doorlopend wordt verstaan met een vaste regelmaat, bijvoorbeeld dagelijks, wekelijks, maandelijks. Een open-end instelling koopt doorgaans minimaal een maal per jaar in. Indien een beleggingsinstelling niet open-end is, is zij een closed-end beleggingsinstelling en heeft zij dus geen doorlopende inkoopverplichting. Er kunnen omstandigheden zijn waarbij een open-end beleggingsinstelling niet in kan kopen. De beleggingsinstelling kan de bijzondere omstandigheden waarbij zij deelnemingsrechten niet inkoop, neerleggen in haar voorwaarden. Die voorwaarden mogen de inkoop echter niet belemmeren danwel feitelijk onmogelijk maken. Er zal dan immers geen sprake meer zijn van doorlopende inkoop. Voor meer informatie en toelichting over het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen verwijst de AFM naar haar website.

Aanleiding voor de Beleidsregel is dat de AFM heeft geconstateerd dat marktpartijen soms buiten de reikwijdte van de prospectusrichtlijn (en derhalve onder 5:2 Wft) trachten te blijven. De AFM erkent dat er redenen kunnen zijn om een beleggingspropositie zodanig te construeren dat buiten de reikwijdte van de prospectusrichtlijn wordt gebleven. De AFM is echter wel van mening dat beleggers op gelijke wijze beschermd moeten worden via het toezicht op prospectussen en reclame-uitingen, bijvoorbeeld als de constructie tot gevolg heeft dat het waardebewijs of deelnemingsrecht de facto overdraagbaar is aan een

¹ Richtlijn 2003/71 EG van 4 november 2003 (PbEU L345).

² Zie www.afm.nl> professionals> veelgestelde vragen> beleggingsinstellingen> wet- en regelgeving

andere belegger en daarmee dus de facto verhandelbaar is. Om deze reden heeft de AFM aanleiding gezien om haar tot nu toe gehuldigde standpunt aan te scherpen.

Uitleg van het begrip verhandelbaarheid

De Beleidsregel gaat uit van een ruime, economische benadering van het begrip 'verhandelbaarheid'. Deze benadering is ruimer dan de enkele (juridische) vraag of de overdraagbaarheid aan derden wel of niet (contractueel) is uitgesloten. Alle constructies waarbij het economische belang van een gestandaardiseerd waardebewijs of deelnemingsrecht middellijk of onmiddellijk wordt of kan worden overgedragen aan een derde, worden door de AFM als verhandelbare waardebewijzen of deelnemingsrechten aangemerkt. De overdraagbaarheid in economische zin is dus van doorslaggevende betekenis bij de vraag of een participatie verhandelbaar is of niet.

Uit het in de Beleidsregel opgenomen stroomschema volgt of er sprake is van verhandelbaarheid.

Na de consultatie is deze uitgangspositie niet gewijzigd.

Respons op het consultatievoorstel

De AFM is alle respondenten erkentelijk voor hun reactie. De AFM heeft vijf reacties op het consultatievoorstel ontvangen.

De consultatiereacties hebben geleid tot enkele inhoudelijke aanpassingen in het stroomschema. Deze aanpassingen worden in het tweede hoofdstuk toegelicht. Ook is een overgangsregeling voor reeds lopende aanbiedingen en secundaire handel toegevoegd. Deze overgangsregeling is in het derde hoofdstuk opgenomen.

2 Consultatiereacties en antwoorden

Naar aanleiding van de consultatiereacties heeft de AFM een aantal aanpassingen op de consultatieversie van de Beleidsregel aangebracht. In de onderstaande tekst is telkens eerst de reactie van respondenten weergegeven, waarbij vergelijkbare reacties zijn samengevoegd. Daaronder volgt de reactie van de AFM waarin wordt toegelicht tot welke aanpassing van de Beleidsregel de betreffende reactie heeft geleid.

Opmerking respondenten: de vragen zoals nu geformuleerd in het stroomschema onder C en D sluiten niet goed op elkaar aan.

Wanneer in het stroomschema onder C als criterium voor overdraagbaarheid van waardebewijzen of deelnemingsrechten aan derden gebruikt of overdracht “expliciet is uitgesloten in de voorwaarden” hoe kan het dan dat onder D die waardebewijzen of deelnemingsrechten desondanks verhandelbaar kunnen zijn?

Reactie AFM

Om de denkstappen van het stroomschema beter op elkaar aan te laten sluiten heeft de AFM een wijziging aangebracht in het stroomschema. Indien vraag C of een waardebewijs of deelnemingsrecht overdraagbaar is aan een ander dan de belegginginstelling of uitgevende instelling met ‘ja’ wordt beantwoord, moet vervolgens vraag D over de mogelijkheid tot verhandeling beantwoord worden. Indien deze vraag met ‘nee’ beantwoord wordt, dan betekent dit dat er nog steeds sprake kan zijn van een verhandelbaar effect. Als vraag C met ‘nee’ wordt beantwoord dan moeten de vragen E en F over de mogelijkheid tot verhandeling via de uitgevende instelling of closed-end beleggingsinstelling beantwoord worden. Door deze wijziging wordt duidelijker dat de AFM een ruime economische benadering van het begrip verhandelbaarheid voorstaat. In de toelichting is vervolgens verduidelijkt dat de vragen van het stroomschema aansluiten bij de drie kenmerken die van belang zijn voor het begrip verhandelbaarheid. Deze drie kenmerken zijn ontleend aan de memorie van toelichting op de definitie van ‘effect’ in de wetsgeschiedenis van de Wft. Het kenmerk ‘standaardisatie’ wordt geadresseerd in vraag B, ‘overdraagbaarheid’ in vraag C, en vragen D tot en met F gaan in op de voorwaarde ‘verhandeling’.

Opmerking respondenten: het ontbreken van een duidelijk en redelijk overgangsregime waardoor partijen die zich in het verleden gebaseerd hebben op het beleid dat een jaar geleden nog door de AFM is gecommuniceerd mogelijk nadeel kunnen ondervinden.

Reactie AFM

Naar aanleiding van de opmerking van respondenten heeft de AFM de consultatieversie van de Beleidsregel aangevuld met een overgangsregeling. Deze overgangsregeling wordt nader beschreven in hoofdstuk drie (Vervolgstappen en overgangsregeling).

Opmerking respondenten: Open-end beleggingsinstellingen versus closed-end beleggingsinstellingen

Een aantal respondenten heeft gewezen op de samenhang van het consultatievoorstel met de visie van de AFM op wat wordt verstaan onder een open-end beleggingsinstelling en een closed-end beleggingsinstelling. Deze samenhang wordt onvoldoende duidelijk aangegeven in het consultatiedocument. De AFM miskent daarbij dat de verschillende regimes voor open-end beleggingsinstellingen en closed-end beleggingsinstellingen hun oorsprong vinden in de Europese richtlijnen. De AFM vaart een te strakke, puur nationale koers op dit punt. De basisgedachte die ten grondslag ligt aan beide regimes is dat kopende en verkopende beleggers voldoende informatie moeten hebben over de beleggingen. Als de informatievoorziening schort, dan moet daar iets aan gebeuren.

Reactie AFM

De AFM merkt op dat de Beleidsregel een nadere invulling geeft aan het begrip verhandelbaarheid. Dit verandert niets aan de uitleg van de AFM van de begrippen 'open-end' en 'closed-end' beleggingsinstellingen, zoals hiervoor toegelicht. De eerste vraag van het stroomschema is daarom uitsluitend bedoeld om aan beleggingsinstellingen te verduidelijken of de Beleidsregel op hen van toepassing is. De opvatting van de AFM over de criteria waaraan een open-end beleggingsinstelling moet voldoen valt buiten het bestek van de Beleidsregel. De AFM is van mening dat de Beleidsregel aansluit bij de verschillende regimes voor open-end en closed-end beleggingsinstellingen, die hun oorsprong hebben in verschillende Europese richtlijnen. Het doel van de Beleidsregel is om ervoor te zorgen dat de belegger de informatie krijgt die de wetgever voor ogen heeft.

Opmerking respondenten: AFM Aanbevelingen beleggingsinstellingen 2009

De Beleidsregel is strijdig met de "AFM Aanbevelingen beleggingsinstellingen, voor juiste en betrouwbare prospectusinformatie en handelsprijzen" van oktober 2009 (de Aanbeveling). In de Aanbeveling is het volgende opgenomen: "Als participaties door de deelnemers alleen overgedragen kunnen worden aan de beleggingsinstelling, zijn zij niet verhandelbaar".

Reactie AFM

In de Aanbeveling staat het tot nu toe gehuldigde standpunt van de AFM over verhandelbaarheid van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. Met de Beleidsregel wordt aan dit standpunt een verdere invulling gegeven doordat de enkele overdracht van de participatie aan de beleggingsinstelling niet meer in alle gevallen bepaalt dat de participatie niet verhandelbaar is. Alléén in de gevallen dat de participatie formeel-juridisch teniet gaat en er geen andere soortgelijke participatie voor in de plaats wordt gesteld, is sprake van een niet verhandelbaar deelnemingsrecht. Alle constructies waarbij het economische belang van een participatie uiteindelijk wordt of kan worden overgedragen aan een derde, beschouwt de AFM als verhandelbare deelnemingsrechten. De Beleidsregel borduurt daardoor voort op het tot nu toe gehuldigde standpunt van AFM zoals neergelegd in de Aanbeveling. Dit standpunt was ingegeven door de veronderstelling dat overdracht aan de beleggingsinstelling leidt tot een structurele vermindering van het aantal uitstaande participaties in de betreffende beleggingsinstelling en liquidatie van de onderliggende beleggingen. Inmiddels is het de AFM gebleken dat deze veronderstelling in een aantal gevallen niet overeenstemt met de praktijk. Sommige closed-end beleggingsinstellingen faciliteren de overdracht van participaties aan derden via inkoop en formele intrekking van de participatie met vrijwel gelijktijdige uitgifte van een soortgelijke participatie. De AFM is van mening dat dit soort praktijken de participaties de facto verhandelbaar maken en heeft daarom aanleiding gezien om haar tot nu toe gehuldigde standpunt aan te scherpen, zodat vergelijkbare situaties vergelijkbaar behandeld worden.

Opmerking respondenten: Zelfstandige interpretatiebevoegdheid

De AFM heeft geen zelfstandige interpretatiebevoegdheid ten aanzien van het begrip verhandelbaarheid. Indien de Europese richtlijnen waarop de verschillende prospectusregimes zijn gebaseerd niet eenduidig zijn, dan dient duidelijkheid op Europees niveau te worden verschaft.

Reactie AFM

In gevallen waarbij zowel de Nederlandse- als Europese regelgeving ruimte laten over hoe de begrippen in de financiële regelgeving dienen te worden ingevuld toegepast, is de AFM als zelfstandig bestuursorgaan ook zelfstandig bevoegd tot het afgeven van interpretaties. Door middel van het vaststellen van beleidsregels probeert de AFM transparant te zijn en rechtszekerheid te bieden over de wijze waarop zij de regelgeving toepast. Voor de Beleidsregel heeft de AFM aangesloten bij de opmerkingen van de Nederlandse wetgever over het begrip verhandelbaarheid in de wetsgeschiedenis van de Wft.

Opmerking respondenten: Level playing field

De interpretatie van het begrip verhandelbaar lijkt niet ten goede te komen aan het level playing field binnen Europa. De definitie van 'effect' lijkt door de AFM-interpretatie ruimer dan oorspronkelijk is bedoeld onder de prospectusrichtlijn en de Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten ('MiFID'). Daardoor is de vraag of de AFM-interpretatie van verhandelbaarheid wel in lijn is met de Europese interpretatie en de Nederlandse wetsgeschiedenis.

Reactie AFM

De AFM is van mening dat een ruime economische benadering van het begrip 'verhandelbaarheid' goed aansluit bij de bedoeling van zowel de Nederlandse wetgever als de Europese.

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de Nederlandse wetgever uitgaat van een ruime uitleg van het begrip verhandelbaarheid: verhandelbaarheid wordt al snel aangenomen. De wetgever geeft namelijk aan dat naarmate de standaardisatie groter is, de mate van verhandelbaarheid zal toenemen. Omdat bijvoorbeeld aandelen in een vennootschap, ook indien deze onderworpen zijn aan een blokkeringregeling, overdraagbaar zijn en een bepaalde mate van standaardisatie kennen, vindt de wetgever dat dergelijke aandelen tevens verhandelbaar zijn³. De wetgever leidt uit de MiFID af dat voor verhandelbaarheid niet doorslaggevend is dat in een concreet geval een markt aanwezig is voor bepaalde waardebewijzen of rechten, maar dat de desbetreffende waardebewijzen of rechten, gelet op hun eigenschappen kunnen worden verhandeld.⁴

Voor Europa is er een toelichting op het begrip verhandelbaarheid van effecten te vinden in het document 'Your questions on MiFID' van 31 oktober 2008. Deze toelichting is tot stand gekomen in samenspraak met de Europese Commissie, CESR (thans ESMA) en de lidstaten. De AFM vindt ondersteuning van de Beleidsregel in de volgende toelichting:

'The key determinant, therefore, is whether (such) interests in partnerships and LLPs are negotiable on the capital markets. If the securities in question are of a kind that is capable of being traded on a regulated market or MTF, this will be a conclusive indication that they are transferable securities, even if the individual securities in question are not in fact traded. Conversely, if they are not capable of being traded in such multilateral systems this may indicate that they are not transferable securities, but this is not conclusive. The reference to the 'capital markets' is not defined but,

³ TK, 29708, nr. 19, p. 367

⁴ TK, 29708, nr. 19

(...) the concept is broad and is meant to include all contexts where buying and selling interest in securities meet. The concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such context, it is not a transferable security.'

Opmerking respondenten: artikel 4:49 Wft vs. artikel 5:2 Wft

Het is niet duidelijk waarom voor de AFM het onderscheid tussen een prospectus opgesteld op grond van artikel 4:49 Wft dan wel een prospectus opgesteld op grond van 5:2 Wft relevant is.

Reactie AFM

Het wettelijk systeem in de Wft brengt met zich mee dat er voor beleggingsinstellingen twee verschillende regimes voor het prospectus bestaan. Het is de taak van de AFM om toezicht te houden op de juiste toepassing van deze regimes. Om die reden is het verschil voor de AFM relevant. De AFM benadrukt dat de Beleidsregel voor wat betreft beleggingsinstellingen alleen van toepassing is op closed-end beleggingsinstellingen. Closed-end beleggingsinstellingen die verhandelbare participaties aanbieden vallen onder de reikwijdte van de prospectusrichtlijn. Closed-end beleggingsinstellingen behoren daardoor tot die spelers op de kapitaalmarkt, waaraan met oog op het level playing field in Europa dezelfde informatie-eisen worden gesteld. De AFM vindt het daarom belangrijk dat zich oriënterende beleggers bij een aanbieding van verhandelbare participaties in een closed-end beleggingsinstelling kunnen beschikken over de informatie voorgeschreven op grond van de prospectusrichtlijn.

Opmerking respondenten: Fiscaliteit

Een respondent heeft naar voren gebracht dat de open-end status van een beleggingsinstelling van belang is voor de fiscale status van vrijgestelde beleggingsinstelling. Er is daarom meer tijd nodig om de fiscale gevolgen van de Beleidsregel in kaart te brengen, bijvoorbeeld door het verkrijgen van een ruling van de Belastingdienst.

Reactie AFM

De AFM merkt op dat de Beleidsregel alleen van toepassing is op closed-end beleggingsinstellingen en uitgevende instellingen die binnen het bereik van artikel 5:2 Wft vallen. De gevolgen van het niet voldoen aan de criteria voor een open-end beleggingsinstelling vallen daarom buiten het bestek van deze consultatie. In beginsel beoogt de Beleidsregel overigens niet een verandering in de voorwaarden van een beleggingsinstelling teweeg te brengen, maar heeft deze tot doel dat uitgevende instellingen en closed-end beleggingsinstellingen aan de juiste informatie-eisen voldoen.

3 Vervolgstappen en overgangsregeling

De Beleidsregel wordt gepubliceerd in de Staatscourant en treedt in werking op 15 februari 2011.

Op de datum van inwerkingtreding is de Beleidsregel onmiddellijk van toepassing op:

- a. alle nieuwe aanbiedingen van nieuw uit te geven deelnemingsrechten en waardepapieren door uitgevende instellingen en closed-end beleggingsinstellingen. Indien een dergelijke aanbieding binnen het bereik van artikel 5:2 Wft valt, zal een door de AFM goedgekeurd prospectus verkrijgbaar moeten worden gesteld;
- b. alle nieuwe aanvragen voor registratie van nieuwe closed- end beleggingsinstellingen in het register van de AFM.

Per datum van inwerkingtreding geldt het volgende overgangsregime voor:

- c. lopende aanbiedingen van uitgevende instellingen en closed-end beleggingsinstellingen, die op de datum van inwerkingtreding van de Beleidsregel financiële instrumenten aan het aanbieden zijn. Voor de aanbieding van deze financiële instrumenten, die door inwerkingtreding van de Beleidsregel kwalificeren als verhandelbaar effect is geen artikel 5:2 Wft prospectus nodig gedurende de periode vanaf datum inwerkingtreding van de Beleidsregel tot het einde van de aanbieding (doch uiterlijk tot 15 februari 2012).
- d. secundaire handel in financiële instrumenten die op de datum van inwerkingtreding van de Beleidsregel reeds als niet verhandelbaar zijn uitgegeven door uitgevende instellingen en closed-end beleggingsinstellingen. Doorverkoop van deze reeds uitgegeven financiële instrumenten kan door de inwerkingtreding van de Beleidsregel onder het verbod van artikel 5:2 Wft vallen, omdat er sprake kan zijn van een aanbieding aan het publiek. Ook voor een aanbieding van deze financiële instrumenten, die door inwerkingtreding van de Beleidsregel kwalificeren als een verhandelbaar effect, is geen artikel 5:2 Wft prospectus nodig.

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

Het feedbackstatement geeft informatie over de Beleidsregel en de totstandkoming daarvan. De tekst van de Beleidsregel is bepalend. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van dit feedbackstatement.

Amsterdam, februari 2011