

Financieel recht

Ondernemingsrecht 2018/41

Hof van Justitie van de Europese Unie 16 november 2017, nr. C-658/15
m.nt. mr. E.J. van Praag¹

RF 2018/12
ECLI:EU:C:2017:870
ECLI:EU:C:2017:304

Wat is een handelsplatform onder MiFID I(I)?

Robeco Hollands Bezit NV e.a./Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM)

1. Inleiding en feiten

Het geschil tussen Robeco Hollands Bezit N.V. e.a. (Robeco) en de Nederlandse AFM betreft een principiële discussie over de interpretatie van de voor het financiële recht belangrijke kernbegrippen gereglementeerde markt en handelsplatform. Een gereglementeerde markt is één van de drie soorten handelsplatformen, naast de MTF (*Multilateral Trading Facility*) en de OTF (*Organised Trading Facility*).² Als een financieel instrument op een handelsplatform wordt verhandeld, dan krijgen de partijen die een rol spelen bij de handel in dit instrument extra verplichtingen opgelegd. Het feit dat een financieel instrument op een handelsplatform wordt verhandeld, brengt dit financieel instrument in de werkingssfeer van onder meer de Verordening marktmisbruik en de short selling verordening. Kwalificeert dit handelsplatform tevens als gereglementeerde markt, dan komen hier de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn bij. Dit maakt het onderhavige arrest van het Hof belangrijk.

De Nederlandse beheerder Robeco Institutional Asset Management B.V. beheert diverse open end beleggingsinstellingen. Open end beleggingsinstellingen zijn verplicht de deelnemingsrechten van de klant terug te kopen – als de klant daarom vraagt – tegen de intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde is: de waarde van de totale bezittingen van de beleggingsinstelling gedeeld door het aantal uitstaande deelnemingsrechten. Een beheerder moet deze intrinsieke waarde correct berekenen en de AFM houdt hier nauwgezet toezicht op.³ Bij een onjuiste berekening worden immers sommige deelnemers benadeeld en anderen bevoordeeld. Wordt de intrinsieke waarde te laag berekend, dan stapt een deelnemer uit tegen een te lage prijs – dat is dus nadelig voor deze deelnemer – of in tegen een te lage prijs – dan

heeft de deelnemer een onverdiend voordeel ten koste van de andere deelnemers in de beleggingsinstelling.

Sommige Robeco beleggingsinstellingen worden aan- en verkocht via Euronext Fund Services (EFS).⁴ De Robeco beleggingsinstellingen zijn hierin niet uniek. Veel grote Nederlandse retailbeleggingsinstellingen zijn beschikbaar op EFS. EFS is een service die wordt verleend door Euronext Amsterdam N.V. (Euronext). Onomstreden is dat Euronext kwalificeert als gereglementeerde markt (effectenbeurs). De AFM stelt zich op het standpunt dat EFS eveneens kwalificeert als gereglementeerde markt. Dit standpunt impliceert, dat de beleggingsinstellingen die hier worden aan- en verkocht daarmee zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Op dergelijke tot de handel toegelaten uitgevende instellingen houdt de AFM extra toezicht onder meer uit hoofde van de Verordening marktmisbruik en hiervoor rekent de AFM een heffing. Robeco stelt dat EFS geen gereglementeerde markt is en heeft daarom beroep ingesteld tegen deze heffing.

De beroepsprocedure begon bij de Rechtbank Rotterdam, die oordeelde dat EFS een gereglementeerde markt is.⁵ Robeco ging in hoger beroep bij het CbB. Omdat de definitie van gereglementeerde markt afkomstig is uit de Europese MiFID-Richtlijn en niet zonneklaar (in Frans: *acte claire*) was hoe deze moest worden geïnterpreteerd,⁶ heeft het CbB eind 2015 de volgende prejudiciële vraag gesteld aan het Hof:⁷

“Moet een systeem, waaraan meerdere fund agents en brokers deelnemen die binnen dat systeem respectievelijk ‘open end’ beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoordigen in handelstransacties, en dat in feite uitsluitend deze ‘open end’ beleggingsinstellingen faciliteert in hun verplichting door beleggers geplaatste aan- en verkooporders in deelnemingsrechten uit te voeren, worden aangemerkt als een gereglementeerde markt als bedoeld in artikel 4, lid 1, punt 14, van [MiFID I] en, zo ja, welke kenmerken zijn daarvoor beslissend?”

2. Beslissing

Inmiddels bijna 2 jaar later heeft het Hof deze vraag bevestigend beantwoord. Het Hof concludeert:

“Artikel 4, lid 1, punt 14, van de MiFID moet aldus worden uitgelegd dat het begrip ‘gereglementeerde markt’ in de zin van deze bepaling een handelssysteem omvat waarin meerdere fund agents en brokers respectievelijk “open end” beleggingsinstellingen en beleggers vertegenwoor-

1 Emanuel van Praag is advocaat in Amsterdam.
2 Art. 4 lid 1 sub 14 en 15 MiFID-richtlijn en art. 4 lid 1 sub 21, 22 en 22 Richtlijn MiFID II.
3 Zie onder meer AIFM-Richtlijn, art. 19 en de recente maatregelen van de AFM bij de fondsbeheerder Finles N.V. op www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2018/jan/finles-maatregel en Today's Tomorrow B.V. op www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2017/juni/boete-gfh-paraplufonds.

4 Zie over EFS uitvoerig J.H.M. Janssen Daalen, ‘Nieuwe handelssystematiek beleggingsfondsen’, *FR* 2007 p. 172-178.
5 Rb. Rotterdam 24 december 2013, *JOR* 2015/7, m.nt. mr. J.W.P.M. van der Velden.
6 Art. 4 lid 1 sub 4 MiFID I en art. 4 lid 1 sub 21 MiFID II.
7 CbB 2 december 2015, *JOR* 2016/10, m.nt. mr. J.W.P.M. van der Velden en geannoteerd in dit tijdschrift door mr. F.F. Nagelkerke, *Ondernemingsrecht* 2017/20.

digen en dat uitsluitend tot doel heeft die beleggingsinstellingen bij te staan in hun verplichting om door deze beleggers geplaatste aan- en verkooporders van deelnemingsrechten uit te voeren.”

Om tot deze conclusie te komen, gaat het Hof als volgt te werk. Het Hof vangt aan bij de relevante definitie uit de MiFID:⁸

“een (i) door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd (ii) multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden (iii) met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en (iv) volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – (v) samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op (vi) zodanige wijze dat er overeenkomsten uit voortvloeien met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en (vii) waaraan een vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III van deze richtlijn.” (Romeinse cijfers toegevoegd door EvP).

Vervolgens stelt het Hof vast dat in de verwijzingsbeslissing items (i), (iii), (iv), (vi) en (vii) niet ter discussie staan. De vraag wordt dus of EFS moet worden beschouwd als (ii) een multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden (v) samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt. Het Hof beantwoordt deze vraag bevestigend.

Het Hof vangt zijn analyse aan door te overwegen dat er twee soorten systemen bestaan:⁹ multilaterale systemen (de gereglementeerde markt en de MTF)¹⁰ en bilaterale systemen, waarin een beleggingsonderneming handelstransacties voor eigen rekening uitvoert en niet als bemiddelaar tussen koper en verkoper, zonder zelf risico te dragen. Vervolgens geeft het Hof aan dat onder handel voor eigen rekening moet worden verstaan “dat met eigen kapitaal wordt gehandeld met het oog op het sluiten van transacties in financiële instrumenten”. Bij een multilateraal systeem handelt de exploitant, zo overweegt het Hof, dus niet voor eigen rekening. Vervolgens loopt het Hof de twee openstaande elementen af.

Ten eerste, zo overweegt het Hof, vindt de koop en verkoop van deelnemingsrechten in “open end” beleggingsinstellingen tussen *brokers*, die de beleggers vertegenwoordigen, en de *fund agents* van die beleggingsinstellingen plaats *binnen* het EFS-systeem, dat in het kader van deze transacties geen risico draagt en geen eigen kapitaal inzet.¹¹ De stelling van Robeco dat er sprake is van een bilateraal systeem aangezien het in werkelijkheid altijd een beleggingsinstelling is

die binnen het systeem zelf de order van een belegger uitvoert, verwerpt het Hof. Dit gaat volgens het Hof voorbij aan het optreden van Euronext, die het EFS-systeem als onafhankelijke exploitant in het kader van deze transacties exploiteert. Ook overweegt het Hof dat het feit dat er in een systeem als EFS niet wordt onderhandeld tussen de verschillende brokers of tussen de verschillende fund agents irrelevant is, aangezien laatstgenoemden in het kader van dit systeem transacties kunnen aangaan met meerdere brokers en vice versa.

Ten tweede concludeert het Hof dat het samenbrengen van meerdere koop- en verkoopintenties door derden tot stand wordt gebracht door de aanwezigheid binnen het EFS-systeem van zowel brokers die beleggers vertegenwoordigen als fund agents.¹² Enerzijds zijn deze brokers en fund agents derden ten opzichte van dit systeem, aangezien zij onderscheiden en onafhankelijk zijn van het systeem. Anderzijds staat het feit dat, zoals de verwijzende rechter en verzoekers in het hoofdgeding hebben benadrukt, de agenten en hun beleggingsinstellingen enkel uitgifte- en inkooporders van deelnemingsrechten in de beleggingsinstellingen die zij via het EFS-systeem ontvangen, verplicht uitvoeren, er niet aan in de weg dat daar meerdere koop- en verkoopintenties worden samengebracht door de aanwezigheid van die fund agents en brokers binnen dit systeem. Met name gelet op de ruime betekenis van de term “koop- en verkoopintenties” in overweging 6 van MiFID I, kan deze term immers niet aldus worden uitgelegd dat posities van een deelnemer aan het handelssysteem worden uitgesloten louter omdat zij voortvloeien uit een verplichting tot inkoop en uitgifte van dergelijke deelnemingsrechten. Dit alles aldus het Hof.

Ten derde gaat het Hof kort in op het argument van Robeco dat veel van de verplichtingen van de gereglementeerde markt die voortvloeien uit de conclusie dat effecten worden verhandeld op een gereglementeerde markt niet van toepassing zijn op de verhandeling van de beleggingsinstellingen op EFS en dat veel van de risico's die kenmerkend zijn voor handel op een gereglementeerde markt bij de handel in beleggingsinstellingen via EFS ontbreken. Het Hof concludeert dat aan- of afwezigheid van deze elementen geen onderdeel uitmaken van de definitie van een gereglementeerde markt. Deze argumenten zijn daarmee niet relevant voor de uitkomst.

3. Commentaar

Ik vind het arrest van het Hof moeilijk te volgen en naar mijn oordeel is het arrest onjuist. Het Hof (en zijn A-G) lijkt in zijn legalistische aanpak de essentie te missen. Ik licht dit toe.

3.1 Op EFS vindt geen handel plaats. EFS geeft slechts orders door

De A-G en zijn verlengde het Hof lijken het slachtoffer te zijn geworden van een denkfout waarbij zij EFS hetzij in het

8 Hof r.o. 26.

9 Hof r.o. 30.

10 Onder MiFID II is hier de OTF bijgekomen.

11 R.o. 33-35.

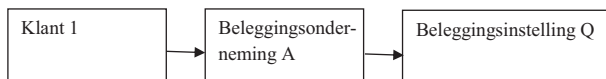
12 R.o. 36-38.

hokje *bilateraal* systeem, hetzij in het hokje *multilateraal* systeem dachten te moeten plaatsen.¹³ Een verklaring hiervoor is dat de prejudiciële vraag waarop Hof en A-G moesten antwoorden reeds het woord systeem gebruikte (zie hierboven). Het Hof ging ervan uit dat EFS een systeem was. De enige vraag was nog: welke van de twee? Bij een bilateraal systeem maakt de uitbater gebruik van zijn eigen kapitaal om met de belegger te handelen. Omdat EFS overduidelijk niet met zijn eigen kapitaal met de beleggers handelde, kon het – zo lees ik tussen de regels door – slechts een multilateraal systeem zijn.

Er is echter nog een optie, die noch in het arrest van het Hof noch in de conclusie van de A-G de revue heeft gepasseerd: EFS is geen systeem in de zin van de MiFID (noch bilateraal noch multilateraal). EFS handelt als beleggingsonderneming die orders doorgeeft. Naar mijn stellige overtuiging was dit de enige juiste kwalificatie. Ik licht dit toe.

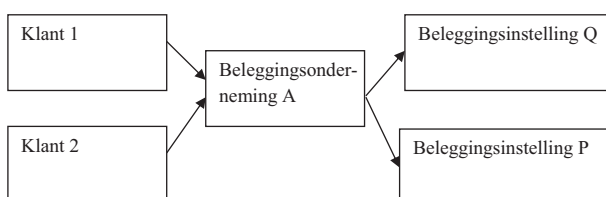
MiFID I (en ook II) voorziet expliciet in de mogelijkheid dat een beleggingsonderneming orders van zijn klant rechtstreeks doorgeeft aan een beleggingsinstelling. Dit vereist slechts een zeer lichte regulering.¹⁴ Een dergelijke partij verleent slechts de beleggingsdienst “ontvangen en doorgeven van orders”. De beleggingsonderneming geeft slechts een order door aan de beleggingsinstelling (bijv. verkoop 10 deelnemingsrechten) en het is volledig in de handen van de beleggingsinstelling welke opvolging hieraan wordt gegeven (onder meer of de verkoop wordt uitgevoerd en tegen welke prijs).

Schematisch ziet dit er zo uit:



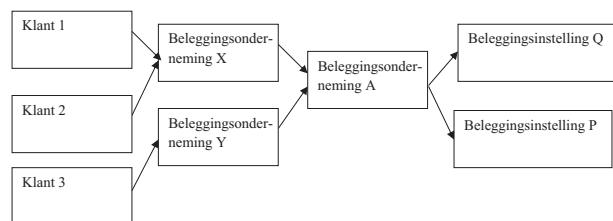
De beleggingsinstelling maakt vaak gebruik van een fund agent, maar deze is voor het plaatje (en de kwalificatievraag) irrelevant, aangezien deze slechts als loket voor de beleggingsinstelling functioneert. De beleggingsinstelling besteedt aan de fund agent taken uit, die deze fund agent onder volledige verantwoordelijkheid van de beleggingsinstelling verricht.

Een beleggingsonderneming zal echter niet één klant hebben maar verscheidene en voor deze klanten niet in één beleggingsinstelling beleggen maar in verscheidene. Dit ziet er dus zo uit:



Diverse klanten geven opdrachten aan de beleggingsonderneming om diverse beleggingsinstellingen te kopen of verkopen. Dit verandert echter niets aan de aard van de activiteiten van deze beleggingsonderneming. De beleggingsonderneming geeft nog steeds slechts orders door en verneemt vervolgens van de beleggingsinstellingen tegen welke prijzen en voor welke aantallen de orders zijn geaccepteerd.

Stel nu dat deze beleggingsonderneming niet alleen rechtstreeks orders doorgeeft voor zijn eigen klanten, maar ook voor klanten van andere beleggingsondernemingen. Dit ziet er zo uit:



Belangrijk is dat al de beleggingsondernemingen in dit plaatje niets anders doen dan orders doorgeven. Zij geven koop- of verkooporders van hun klanten door aan de beleggingsinstellingen en horen dan van deze beleggingsinstellingen tegen welke prijs en voor welke aantallen de klanten kunnen in- en uitreden.

Dit plaatje is gelijk aan de schematische weergave van diens functionaliteiten op de website van EFS zelf.¹⁵ EFS biedt geen aanvullende functionaliteiten, anders dan enkele administratieve *tools* om historische prijzen en ingelede orders in te zien en administratieve regels die aangeven via welke IT faciliteiten orders moeten worden ingelede. Het staat een beleggingsonderneming vrij deze functionaliteiten eveneens te bieden aan haar klanten en beleggingsondernemingen doen dit ook in de praktijk. De functies die EFS biedt zijn daarmee exact gelijk aan de functies die een beleggingsonderneming biedt onder de kwalificatie “het doorgeven van orders”.

Voor de volledigheid wijs ik erop dat de beleggingsinstellingen in deze opzet plaats van uitvoering zijn.¹⁶ Het is immers bij de beleggingsinstelling waar de koop- of verkoopintentie van de belegger samenkomt met die van de beleggingsinstelling en leidt tot een transactie. Waar de A-G opmerkt dat het bij de Robeco beleggingsinstellingen lijkt te gaan om *handel in financiële instrumenten die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze plaatsvindt*,¹⁷ heeft hij het bij het juiste eind. Zijn gevolgtrekking dat EFS daarom *in beginsel behoort tot een van de soorten handelssystemen waarop MiFID I van toepassing is, namelijk gereglementeerde markten, MTF's en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling (tenzij het gaat om een OTC-handels-*

¹³ Zie conclusie A-G r.o. 33, 43, 53, 63, 65 en 67 en Hof r.o. 29, 30, 31 en 34.

¹⁴ Art. 3 lid 1 sub a-c MiFID II.

¹⁵ Zie voor het plaatje van EFS www.euronext.com/fr/funds/trading.

¹⁶ Zie expliciet Commissie MiFID Q&A, nr. 55. https://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf.

¹⁷ A-G r.o. 64.

platform dat niet in een van die drie categorieën is opgenomen en dat volgens MiFID II behoort tot de nieuwe soort handels-systemen, dat wil zeggen de OTF's),¹⁸ is echter onjuist. Het zijn de Robeco beleggingsinstellingen zelf die systematisch handelen. Er is dus wel sprake van een handelssysteem en zelfs een bilateraal systeem, maar dit wordt aangeboden door (de beheerders van) de beleggingsinstellingen zelf en niet door EFS. Omdat de MiFID niet van toepassing is op beleggingsinstellingen, alsmede hun beheerders,¹⁹ doet de nadere kwalificatie van dit systeem niet ter zake.

3.2 **Prijsvorming en interacteren zijn noodzakelijke functies om van een handelsplatform te kunnen spreken**

Deze naar mijn oordeel onjuiste kwalificatie van EFS onderbouwen Hof en A-G met in mijn beleving zeer legalistische redeneringen, waarbij het Hof onvoldoende gewicht geeft aan de elementen 'samenbrenging van koop- verkoopintenties' en 'interactie op het platform'. Het is juist het samenbrengen van de koop- en verkoopintenties en de interactie op een handelsplatform, die een handelsplatform onderscheidt van het louter doorgeven of uitvoeren van orders namens cliënten. Het is deze samenbrenging van intenties en interactie die beleggers in staat stelt elkaar te vinden en liquiditeit (de mogelijkheid om een belegging aan een andere belegger te verkopen) verschaft. Het is deze functie van het handelsplatform die de specifieke regulering van handelsplatformen vereist.

De essentie van een handelsplatform, waaronder een gereguleerde markt, is dat hier vraag- en aanbod elkaar ontmoeten. Het gaat erom dat koop en verkoop intenties worden *samengebracht* in het systeem zodat in het systeem een prijs ontstaat. De essentie van de regels die specifiek van toepassing zijn op handelsplatformen en beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling is erop gericht deze prijsvorming eerlijk te laten verlopen. Ik citeer Moloney:²⁰

“Transparency rules (which govern the trading data published by trading venues) are the mainstay of venue regulation, given their role in supporting price formation and in deepening liquidity.”

Dit zijn met name de regels omtrent *pre-trade* en *post-trade* transparantie van orders en transacties. De gedachte achter deze regels is, dat als beleggers weten voor welke prijzen andere beleggers bepaalde financiële instrumenten willen kopen (of verkopen) of hebben gekocht (of verkocht), dit de prijsvorming ten goede komt. Bij EFS zijn deze *pre-trade* en *post-trade* transparantie regels niet relevant. Omdat er op

EFS geen spel van vraag en aanbod plaatsvindt dat de prijs bepaalt van een deelneming in een beleggingsinstelling, voegt het ook weinig toe om te weten wat andere beleggers voor deze deelneming over hebben. Beleggers kunnen immers onderling geen zaken doen via EFS, maar alleen met de desbetreffende beleggingsinstelling. Meerdere koop- en verkoopintenties worden niet samengebracht op EFS; zij worden er slechts doorheen geleid, ieder via hun eigen eenrichtingsverkeerweg.

Naar mijn oordeel maakt het Hof ook een misstap bij het antwoord op de vraag of het noodzakelijk is voor de kwalificatie als een handelsplatform dat tussen partijen onderhandeld wordt of dat orders op elkaar kunnen inwerken (interacteren). Op EFS vindt geen onderhandeling of inwerking van orders plaats, aangezien de belegger elk deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling maar bij één loket kan kopen of verkopen, namelijk bij de beleggingsinstelling zelf (en tegen de door de beleggingsinstelling vastgestelde prijs). Volgens Robeco voldoet EFS hiermee niet aan de definitie van een multilateraal systeem, namelijk “systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten *op elkaar kunnen inwerken*”. Het Hof wijst dit af onder verwijzing naar de A-G.²¹ De redenering van zowel Hof als A-G lijken op de onjuiste veronderstelling te zijn gebaseerd dat EFS wel een multilateraal systeem moet zijn, omdat het geen bilateraal systeem is. Zoals hiervoor toegelicht zijn er ook rollen in de orderafhandeling die noch een bilateraal noch multilateraal systeem zijn. Naar mijn oordeel is het inwerken echter essentieel om van een multilateraal systeem te kunnen spreken.

Ik wijs in het bijzonder op art. 18 lid 7 van MiFID II dat zowel door de A-G als het Hof over het hoofd gezien lijkt:

“De lidstaten schrijven voor dat MTF's en OTF's ten minste drie daadwerkelijk actieve leden of gebruikers hebben, die elk op alle anderen kunnen inwerken met betrekking tot prijsvorming.”

Daarnaast wijs ik op art. 4 lid 1 onder 19 van MiFID II dat wel door de A-G wordt aangehaald, maar niet door het Hof. Hier wordt een multilateraal systeem als volgt gedefinieerd:

“systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken”.

Met andere woorden: het is onvoldoende dat A en B in een faciliteit met elkaar kunnen handelen, zij moeten ook allebei naar C kunnen uitwijken. Pas dan functioneert het handelsplatform naar behoren en vervult het zijn functie om liquiditeit te verschaffen aan beleggers. Mogelijk dat het arrest van het Hof dus anders zou (moeten) luiden onder MiFID II.

¹⁸ A-G r.o. 65.

¹⁹ Art. 2 lid 1 sub h MiFID I en art. 2 lid 1 sub i MiFID II. In art. 1:19 lid 1 Wft is deze bepaling geïmplementeerd door te bepalen dat de inkoop of verkoop van rechten van deelneming in beleggingsinstellingen door de beheerders van deze beleggingsinstellingen is uitgesloten van de werkingssfeer van de Wft.

²⁰ N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3e druk, Oxford University Press, Oxford 2014, p. 430.

²¹ Zie Hof r.o. 34 en 35 en A-G r.o. 92.

3.3 **Wat zijn de gevolgen?**

Zoals u onderhand zult hebben begrepen, ben ik het inhoudelijk niet met het arrest van het Hof eens. Het gevolg van de uitspraak is, dat de partijen die betrokken zijn bij EFS (en vergelijkbare systemen) geconfronteerd worden met allerlei administratieve en IT lasten. Denk met name aan de regels die beogen marktmisbruik te voorkomen. Ook moeten faciliteiten zoals EFS, omdat zij kwalificeren als handelsplatform in plaats van beleggingsonderneming significant meer kapitaal aanhouden en een zwaardere *governance* en *risk management* optuigen. Dit past niet bij het beperkte risico van de activiteit.

3.4 **Gaat het niet om de functionaliteit, maar om de presentatie naar het beleggend publiek?**

Er is ook een andere visie op het arrest mogelijk waarbij het oordeel van het Hof beter is te begrijpen en wel logisch is. In deze visie is het niet de handelsfunctie (prijsvorming en liquiditeit) die een gereglementeerde markt (of ander handelsplatform) onderscheidt van een beleggingsonderneming die slechts orders doorgeeft, maar de wijze waarop de gereglementeerde markt zich heeft gepresenteerd. Met andere woorden: als een facilititeit zichzelf een gereglementeerde markt noemt en hiervoor een vergunning heeft, dan vindt alle handel die door deze facilititeit wordt gefaciliteerd plaats op een gereglementeerde markt, zelfs als deze dienst indien verricht door een andere partij slechts zou kwalificeren als het doorgeven van orders. Een uitgevende instelling kan de door haar uitgegeven financiële instrumenten daarmee vrijwillig onder de reikwijdte van de regels brengen die gepaard gaan met een notering op een handelsplatform door deze financiële instrumenten via dit handelsplatform te verhandelen. Ik licht dit toe.

In essentie zijn er bij de handel in financiële instrumenten vier soorten regels.

Omschrijving	Type regels	Bron
Regels die erop zien dat de uitgevende instellingen relevante informatie publiek maken en dat beleggers eerlijk handelen.	antimarktmisbruikregels	Verordening marktmisbruik
Regels die de handelsplatformen verplichten de handel transparant en ordentelijk te houden (onder meer pre- en post-trade transparantie).	Handelsregels	Verordening MiFIR en MiFID II
Regels die aanvullende kwaliteitseisen stellen aan uitgevende instellingen.	Kwaliteitsregels	Prospectusrichtlijn, Transparantierichtlijn en de regels van de gereglementeerde markt zelf
Regels die erop zien dat klanten netjes worden behandeld door beleggingsondernemingen.	Cliëntenprotectieregels	MiFID II

Ik licht nut en noodzaak van de regels toe. Stel een verder niet gereguleerde koper koopt een belang in een bedrijf (de target) dat niet op enig handelsplatform genoteerd is, zonder gebruik te maken van een tussenpersoon (beleggingsonderneming). In dat geval is er *geen* specifieke regelgeving op deze transactie van toepassing.

Stel nu dat deze zelfde koper een belang koopt in een target die wordt verhandeld op een MTF, door een beleggingsonderneming opdracht te geven dit belang te kopen op deze MTF. In dat geval profiteert de koper van o.a. de volgende extra waarborgen:

Marktmisbruikregels:	De target moet eventuele koersgevoelige informatie publiek maken. Dit volgt uit de Verordening marktmisbruik, die van toepassing is op uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten verhandeld worden op een handelsplatform.
Handelsregels:	Het handelsplatform moet de orders die zijn ingelegd door andere beleggers en de op het handelsplatform gesloten transacties van die andere beleggers transparant maken en de beleggers gelijk behandelen. Deze regels zijn van toepassing, omdat de financiële instrumenten verhandeld worden op een handelsplatform. Bovendien worden transacties die zijn gesloten buiten het handelsplatform transparant gemaakt door de betrokken beleggingsondernemingen.
Cliëntenprotectieregels:	De beleggingsonderneming moet zich inspannen voor het belang van zijn klant, de private equity partij. Dit volgt uit de MiFID die als aangrijpingspunt kent, dat de beleggingsonderneming zijn klant 'assisteert' bij het aan- en verkopen van financiële instrumenten.

Stel nu dat de target genoteerd is op een gereglementeerde markt. Dat resulteert in twee extra waarborgen. Zo moet de target ingevolge de Prospectusrichtlijn bij toelating tot de gereglementeerde markt een prospectus hebben uitgegeven en valt het bedrijf onder voortdurende verplichtingen uit de Transparantierichtlijn (onder meer omtrent publicatie van (half) jaarverslagen en belangen van beleggers boven 3%). Bovendien stellen de meeste gereglementeerde markten eisen aan de toegang van uitgevende instellingen die andere handelsplatformen niet stellen (bijvoorbeeld

over marktkapitalisatie, hoeveelheid vrij verhandelbare instrumenten, historie etc.). Dit zijn kwaliteitsregels voor uitgevende instellingen.

De hierboven vermelde marktmisbruikregels en handelsregels kleven aan het feit dat een financieel instrument wordt verhandeld op een handelsplatform. De kwaliteitsregels zijn van toepassing, als dit handelsplatform tevens kwalificeert als gereglementeerde markt. De handelsregels zijn alleen zinvol als daadwerkelijk handel in de zin van prijsvorming op het handelsplatform plaatsvindt. Vindt de prijsvorming bij een specifieke transactie buiten het platform plaats, dan zijn de handelsregels zinloos en niet van toepassing.²² Dit is de situatie bij EFS, waar bij *alle* transacties de prijs door de beleggingsinstellingen wordt bepaald. De marktmisbruikregels en kwaliteitsregels zijn echter altijd zinvol, zelfs als alle handel en prijsvorming buiten de handelsplatformen zou omgaan. Zo is het voor de koper in het voorbeeld ook nuttig om te weten welke beleggers nog meer in de target beleggen en om uit te sluiten dat andere beleggers meer weten dan hij, zelfs als de target op niet één handelsplatform wordt verhandeld. Kan een uitgevende instelling zich nu vrijwillig binden aan de marktmisbruikregels en kwaliteitsregels, zonder dat de handelsregels op enige transactie van toepassing zijn en doet een bedrijf dit door de handel via een dienst van een gereglementeerde markt te laten verlopen? Ontleent de belegger in Robeco er vertrouwen aan dat EFS en daarmee Euronext bij de verhandeling van de beleggingsinstelling is betrokken, zelfs als EFS geen enkele invloed heeft op de prijsvorming en geen enkele liquiditeit toevoegt? En moet het Hof dit honoreren? Zou dit de diepere motivering van Hof en A-G zijn? Dit kan en dan is het arrest wel logisch. Het is dan echter jammer dat Hof en A-G dit dan niet wat explicieter maken.

Al met al een onbevredigende uitspraak, maar we zullen het er voorlopig mee moeten doen.

Mr. E.J. van Praag

22 Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/587 van de Commissie van 14 juli 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten met technische reguleringsnormen inzake transparantievereisten voor handelsplatformen en beleggingsondernemingen met betrekking tot aandelen, representatieve certificaten, beursverhandelde fondsen, certificaten en andere soortgelijke financiële instrumenten en inzake de verplichting tot uitvoering van transacties in bepaalde aandelen op een handelsplatform of door een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling, art. 2.

Ondernemingsrecht

Ondernemingsrecht 2018/42

Rechtbank Amsterdam (vzr.) 10 augustus 2017, nr. C/13/632043 / KG RK 17-1284 MV/MV
m.nt. Harold Koster

JONDR 2017/930

JOR 2017/260

RO 2017/74

ECLI:NL:RBAMS:2017:5845¹

Activistische aandeelhouders, machtiging bijeenroeping algemene vergadering, agenderen ontslag voorzitter RvC, redelijk belang, aandeelhoudersrichtlijn.

Elliott c.s./AkzoNobel

1. Feiten

De overnamestrijd over AkzoNobel heeft na de uitspraak van de Ondernemingskamer van 29 mei 2017² tot een tweede uitspraak geleid. Uit deze uitspraak van de Voorzieningenrechter Rechtbank Amsterdam van 10 augustus 2017 blijkt dat het verzoek van Elliott c.s., aandeelhouders van AkzoNobel, om gemachtigd te worden tot bijeenroeping van een bijzondere aandeelhoudersvergadering (bava), waarin zou worden gestemd over het ontslag van de voorzitter van de raad van commissarissen (RvC), de heer Burgmans, is afgewezen. Dit omdat het verzoek dat zij daarvoor indienden bij de rechtbank voorbarig was en om die reden niet kon worden gehonoreerd.

Voor een uitvoerige uiteenzetting van de relevante feiten rondom de overnamestrijd over AkzoNobel verwijst ik naar de noot bij de uitspraak van de Ondernemingskamer in deze kwestie.³ Hier is van belang dat Elliott c.s. blijkens een brief van 10 april 2017 (het Shareholders Request) aan het bestuur en de RvC van AkzoNobel het verzoek heeft gedaan een buitengewone algemene vergadering (bava) bijeen te roepen. Elliott c.s. stelde zich in die brief op het standpunt dat het bestuur en de RvC hun corporate governance verplichtingen jegens de aandeelhouders hebben verzaakt door een ontmoeting met PPG (de potentiële bidder) en een bespreking van het overnamevoorstel af te wijzen. Dit heeft geleid tot een gebrek aan vertrouwen bij de aandeelhouders en de voorzitter van de RvC van AkzoNobel wordt daarvoor verantwoordelijk gehouden. Bij brief van 12 april 2017 heeft AkzoNobel aan Elliott c.s. bericht dat het ontslag van de

1 Zie ook JOR 2017/260, met noot R.G.J. Nowak; F. Eikelboom, 'Wat onder de oppervlakte bleef in de rechtspraak rond AkzoNobel', met reactie F.G.K. Overkleeft en naschrift F. Eikelboom, *MvO* 2017/10 & 11; H.J. de Kloe, 'Verzoek tot oproeping van een bava bij AkzoNobel door Elliott c.s.', *Bb* 2017/81; en R.A. Wolf, 'Overnameperikelen: Elliott International, L.P. c.s., AkzoNobel en PPG Industries. Een analyse', *TvOB* 2017-5.

2 Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965.

3 Zie *Ondernemingsrecht* 2018/34.