

# Eindrapport ESMA voor technische reguleringsnormen voor het opstellen van een prospectussupplement

Tomas Arons, datum 21-02-2014

**Datum**

21-02-2014

**Auteur**

Tomas Arons<sup>[1]</sup>

**Vakgebied(en)**

Ondernemingsrecht / Algemeen

Financieel recht / Algemeen

## 1. Inleiding

Op 17 december 2013 verscheen een eindrapport van de Europese toezichthouder ESMA ('ESMA-rapport').<sup>[2]</sup> In dit eindrapport doet ESMA een voorstel tot technische reguleringsnormen (*Draft Regulatory Technical Standards*, 'DRTS') over de specifieke omstandigheden waarin een document ter aanvulling van het prospectus (*prospectus supplement*) moet worden openbaar gemaakt. Op basis van Richtlijn 2010/78/EU ('Omnibus Richtlijn') is ESMA verplicht aan de Commissie deze DRTS te verstrekken om zo de beoogde maximumharmonisatie van onder meer de prospectusregels te realiseren. Het is vervolgens aan de Commissie om deze technische reguleringsstandaarden vast te stellen en voor te schrijven. Zij is hiertoe krachtens artikel 15 van Verordening (EU) nr. 1095/2010 ('ESMA-oprichtingsverordening') bevoegd. Een consistente toepassing hiervan wordt bevorderd door latere publicatie door ESMA van richtsnoeren en aanbevelingen hoe deze regels en technische standaarden toe te passen. In deze actualiteit schets ik kort de achtergrond van deze DRTS en het belang ervan. Vervolgens geef ik kort de inhoud van het ESMA-rapport weer. Ik sluit af met enkele slotopmerkingen.

## 2. Achtergrond

De Europese Richtlijn 2003/71/EG ('Prospectusrichtlijn') verplicht uitgevende instellingen die hun effecten aan een geregleerde markt willen noteren of een aanbieding aan het publiek doen hieraan voorafgaand een prospectus openbaar te maken. Op grond van art. 16 lid 1 van de Prospectusrichtlijn moet deze uitgevende instelling elke met de informatie in het prospectus verband houdende belangrijke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten en zich voordoet of geconstateerd wordt tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus en de definitieve afsluiting van de aanbieding of, in voorkomend geval, het tijdstip waarop de handel op een geregleerde markt aanvangt, vermelden in een document ter aanvulling ('supplement'). Dit supplement moet op dezelfde wijze binnen ten hoogste zeven werkdagen worden goedgekeurd. Conform ten minste dezelfde regelingen als bij de verspreiding van het oorspronkelijke prospectus moet dit supplement worden openbaar gemaakt. Ook de samenvatting en eventuele vertalingen daarvan zullen zo nodig worden aangevuld, zodat rekening kan worden gehouden met nieuwe, in het supplement opgenomen informatie. Het belang van dit supplement blijkt uit het recht van beleggers die reeds hebben aanvaard de effecten te kopen of op de effecten in te schrijven voordat het supplement is openbaar gemaakt, om gedurende ten minste twee werkdagen na de publicatie van het document ter aanvulling hun aanvaarding in te trekken.<sup>[3]</sup> Het is van belang hierbij te benadrukken dat ongeacht of er sprake is van een positieve dan wel negatieve ontwikkeling in beide gevallen een supplement moet worden openbaar gemaakt. Het herroepingsrecht is echter voorbehouden voor de gevallen van een negatieve ontwikkeling.<sup>[4]</sup>

## 3. Belang

Het belang van heldere standaarden wanneer sprake is van specifieke omstandigheden waarin een supplement moet worden openbaar gemaakt blijkt ook uit de bij het Hof van Justitie van de EU aanhangige prejudiciële vraag in de zaak *Timmel/Avisto Zeta AG*. In deze zaak had de aanbieder Avisto Zeta AG gebruikgemaakt van de mogelijkheid verschillende Lehman Notes uit te geven binnen één aanbiedingsprogramma. In het goedgekeurde basisprospectus staat de algemene informatie; per tranche worden dan later de definitieve voorwaarden (zoals de prijs(bepaling) en de hoeveelheid aan te

bieden effecten) in een aanvullend document openbaar gemaakt. In beginsel moet de (methode van) prijs(bepaling) openbaar gemaakt worden.<sup>[9]</sup> Echter bij de openbaarmaking van het basisprospectus is deze informatie bij een aanbiedingsprogramma nog niet bekend bij de uitgevende instelling. De Weense Rechtbank van koophandel vraagt het Hof of de prijs van deze Lehman Notes, die na openbaarmaking van het basisprospectus maar vóór de aanbieding (of notering) bekend is geworden, moet worden openbaar gemaakt in een prospectussupplement. Een alternatief zou zijn om deze definitieve voorwaarden op te nemen in een aanvullend document. Anders dan het aanvullend document moet het supplement wél worden goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder. Het aanvullend document hoeft slechts te worden gedeponereerd bij de toezichthouder.<sup>[6]</sup> A-G Sharpton concludeert dat de gestelde vraag negatief moet worden beantwoord. De definitieve voorwaarden die bekend zijn geworden vóór de aanbieding of notering hoeven niet in een prospectussupplement te worden openbaar gemaakt.<sup>[7]</sup>

#### 4. Inhoud ESMA-rapport

Allereerst stelt ESMA in haar rapport dat het onmogelijk is alle omstandigheden weer te geven waarin een supplement moet worden openbaar gemaakt. De DRTS geven alleen weer welke omstandigheden in ieder geval een supplement vereisen. De door een accountant gecontroleerde jaarrekening en het jaarverslag die zijn opgesteld na goedkeuring van het prospectus zijn zo cruciaal voor een juiste beleggingsbeslissing dat aanbieders van aandelen, onderliggende aandelen in het geval van converteerbare obligaties en depository receipts deze in ieder geval verplicht zijn op te nemen in een supplement.<sup>[8]</sup> Aanbieders van aandelen of onderliggende aandelen in het geval van depository receipts moeten elke wijziging (*amendment*) van de winstverwachtingen/voorspellingen die impliciet of expliciet zijn opgenomen in het goedgekeurde prospectus opnemen in het te publiceren supplement.<sup>[9]</sup> Ook veranderingen in de identiteit van de belangrijke aandeelhouder(s) of andere entiteiten die de uitgevende instelling controleren wordt geacht van vitaal belang te zijn voor een juiste beleggingsbeslissing. Deze *change of control* wordt met name van belang geacht voor beleggers in aandelen en depository receipts. Een exacte definitie van *change of control* geeft ESMA niet omdat het geen geharmoniseerd begrip is. Bovendien is de toepassing ervan niet beperkt tot de Prospectusrichtlijn.<sup>[10]</sup> ESMA geeft wél duidelijkheid ten aanzien van het volgende:

- a. een *change of control* is altijd van materieel belang ook als had de controlerende aandeelhouder al een significant belang;
- b. zelfs indien de mogelijkheid van een *change of control* reeds in het prospectus is vermeld moet wanneer deze *change of control* daadwerkelijk plaatsvindt de afspraken en gevolgen van deze verandering in het supplement worden opgenomen;
- c. het is aan de nationale wetgeving overgelaten of de verplichting een supplement te publiceren is beperkt tot een permanente *change of control* of dat ook reeds een tijdelijke/technische *change of control* voldoende is.<sup>[11]</sup>

Indien er sprake is van nieuw openbaar bod in de zin van art. 2 lid 1 sub a van de Richtlijn 2004/24/EG door een derde op dezelfde aandelen of andere verhandelbare effecten gelijk aan aandelen van de uitgevende instelling (van de onderliggende aandelen) leidt dit tot de verplichting een supplement openbaar te maken.<sup>[12]</sup> ESMA is niet meegegaan in het verzoek van respondenten om deze *trigger event* te definiëren als het moment waarop het bod geheel onvoorwaardelijk wordt, of is verklaard, overeenkomstig het recht dat van toepassing is op de bepalingen en voorwaarden van het bod.<sup>[13]</sup> Niet alleen het bod, ook het resultaat van het openbaar bod, leidt tot de verplichting een supplement openbaar te maken. Ook een verandering van werkkapitaal wordt van belang geacht voor een verantwoorde beleggingsbeslissing. Indien een overzicht van het werkkapitaal is opgenomen in het prospectus kan er voor de instelling die aandelen, andere verhandelbare effecten die gelijk zijn aan aandelen en converteerbare of inwisselbare schuldinstrumenten uitgeeft, een verplichting tot openbaarmaking van een supplement ontstaan. Dit ontstaat volgens de tekst van ESMA niet alleen op het moment dat er sprake is van onvoldoende cash en/of andere liquide middelen om de bestaande verplichtingen te dekken, maar ook wanneer dit wél voldoende is.<sup>[14]</sup> Overigens is dit geen doorlopende updateverplichting. Alleen significante veranderingen in de gebruikte hoofdaannames leiden tot een verplichting een supplement openbaar te maken.<sup>[15]</sup> De uitgevende instelling dient in het supplement uit te leggen welke nieuwe factor heeft geleid tot aanpassing van deze aannames.<sup>[16]</sup>

Wat betreft *dual listing* is het belangrijk te vermelden dat het besluit van een uitgevende instelling om ook in een andere lidstaat haar effecten te laten noteren of aan te bieden aan het publiek in een supplement moet worden vermeld. Het verzoek tot notering of de intentie om effecten, anders dan voorzien in het prospectus, aan te bieden aan het publiek leiden tot de verplichting een supplement openbaar te maken.<sup>[17]</sup> Indien voor deze aanbieding een uitzondering of vrijstelling van toepassing is leidt dit niet tot een verplichting een supplement openbaar te maken.<sup>[18]</sup> Het supplement moet de informatie bevatten zoals vereist door de Prospectusverordening ten aanzien van het verzoek tot toelating tot de handel op een gereguleerde markt en/of de openbare aanbieding in deze lidstaat, die niet reeds is opgenomen in het (basis)prospectus.<sup>[19]</sup> Vreemd genoeg is deze verplichting alleen beperkt tot een notering of aanbieding in een andere lidstaat; een notering of aanbieding in een derdeland is blijkbaar geen belangrijke nieuwe ontwikkeling.

ESMA heeft op verzoek van de respondenten toezichtrechtelijke sancties en procedures en overige gerechtelijke en arbitrageprocedures niet aangemerkt als een belangrijke nieuwe ontwikkeling. De uitgevende instelling zal dit per geval op basis van een eigen analyse moeten beoordelen.<sup>[20]</sup> Naar mijn mening verliest ESMA hier een belangrijk aspect van het prospectus(supplement) uit het oog, namelijk beleggers in staat stellen het risico van de aangeboden effecten te beoordelen door adequate informatieverstrekking. De Amerikaanse toezichthouder SEC beoordeelt deze informatie wel degelijk als essentieel voor beleggers. Op grond van de SEC-regels zijn uitgevende instellingen die een beroep doen op de openbare kapitaalmarkt (*public companies*) verplicht elk kwartaal aanhangige gerechtelijke procedures waarbij de uitgevende instelling betrokken is en van materieel belang zijn voor beleggers openbaar te maken.<sup>[21]</sup> Deze regeling bevat nadere criteria wanneer deze informatie openbaar moet worden gemaakt. Zo hoeft de uitgevende instelling geen informatie openbaar te maken indien de procedure een schadeclaim betreft die minder dan 10% van de activa op geconsolideerde basis omvat.<sup>[22]</sup> Ook sancties opgelegd door overheidsinstellingen hoeven slechts openbaar te worden gemaakt indien de verwachte boete \$ 100.000 overstijgt. ESMA had mijns inziens hier ook beter nadere criteria opgesteld zodat uitgevende instellingen beter in staat zijn te beoordelen wanneer bepaalde gerechtelijke of arbitrageprocedures dan wel handhavend optreden van de overheid als essentiële beleggersinformatie moet worden aangemerkt.

## 5. Slotopmerkingen

Dit ESMA-rapport bevat de eerste DRTS van ESMA over de uitleg en toepassing van de prospectusregels. Het is nu aan de Europese Commissie om deze interpretatie van ESMA over te nemen en de daadwerkelijk technische reguleringsnormen (RTS) vast te stellen overeenkomstig artikel 15 van ESMA- oprichtingsverordening. De wijziging van de Prospectusrichtlijn zoals voorzien in Omnibus Richtlijn geeft ESMA ook de opdracht DRTS op te stellen in welke specifieke omstandigheden de vrijstellingen van de prospectusplicht zoals voorzien in art. 4 leden 1 en 2 van de Prospectusrichtlijn van toepassing zijn. Voor deze opdracht heeft ESMA nog geen tekst ter consultatie aan de marktpartijen gepresenteerd.

Indien het Europees Parlement op 11 maart 2014 de Omnibus II Richtlijn aanneemt (COM (2011)8 final) zal ESMA ook nog reguleringsnormen over de wijze waarop informatie door middel van verwijzing (*incorporation by reference*) in het prospectus kan worden opgenomen vaststellen. Ook de regelgeving omtrent openbaarmaking van het prospectus en de reclame-uitingen naast het prospectus moet nog worden opgesteld. Per brief van 16 december 2013 (ESMA/2013/1932) verzoekt Steven Maijor, voorzitter van ESMA, het Europees Parlement de deadlines waarin de Omnibus II Richtlijn voorziet met minimaal één jaar te verhogen. Zodoende zal ESMA beter in staat zijn de technische uitvoeringsmaatregelen van hoge kwaliteit voor te stellen. Overigens zij opgemerkt dat de door ESMA voorgestelde technische reguleringsstandaarden niet zonder meer door de Commissie worden overgenomen. Zo is bijvoorbeeld de door ESMA in het kader van de AIFMD (Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen)<sup>[23]</sup> opgestelde normen met betrekking tot de vraag wat een open-end-beleggingsinstelling is door de Commissie in eerste instantie niet geaccordeerd en teruggestuurd.<sup>[24]</sup> De voorstellen in tweede instantie zijn wel door de Commissie goedgekeurd en van kracht geworden.<sup>[25]</sup>

### Voetnoten

[1]

T.M.C. (Tomas) Arons is universitair docent Financieel Recht aan het Instituut voor Financieel Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen.

[2]

ESMA, Draft Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus, Final Report 17 December 2013 | 2013/1970.

[3]

Art. 16 lid 2 prospectusrichtlijn.

[4]

ESMA-rapport, punt 20, p. 8-9.

[5]

Art. 22 lid 1 uitvoeringsverordening. Verordening (EG) nr. 809/2004.

[6]

Art. 5 lid 4 sub ii prospectusrichtlijn.

[7]

Conclusie A-G Sharpton 26 november 2013, nr. C-359/12 (*Timmel/Avisto Zeta AG*).

[8]

Art. 2 lid 1 sub a DRTS, Bijlage 5 ESMA-rapport.

[9]

Art. 2 lid 1 sub b DRTS, Bijlage 5 ESMA-rapport

[10]

ESMA-rapport, p. 23.

[11]

ESMA-rapport, p. 23.

[12]

Art. 2 lid 1 sub d DRTS, Bijlage 5 ESMA-rapport.

[13]

ESMA-rapport, p. 25.

[14]

Art. 2 lid 1 sub e DRTS, Bijlage 5 ESMA-rapport.

[15]

ESMA-rapport, punt 118, p. 26.

[16]

ESMA-rapport, punt 121, p. 26.

[17]

ESMA-rapport, punt 132 ii, p. 28.

[18]

ESMA-rapport, punt 130, p. 28.

[19]

ESMA-rapport, punt 133, p. 28.

[20]

ESMA-rapport, punt 150-152, p. 31.

[21]

Title 17 of the Code of Federal Regulations, Part 229 – Standard Instructions for filing forms under Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 and Energy Policy and Conservation Act of 1975 'Regulation S-K', § 229.103 (Item 103) Legal Proceedings.

[22]

17 CFR 229.103 (3).

[23]

Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *PbEUL* 174/1.

[24]

ESMA 13 augustus 2013 | 2013/ESMA/1119; Brief Commissie d.d. 4 juli 2013, Ref.

Ares(2013)2569526 – 04/07/2013. Te raadplegen op: <

[www.esma.europa.eu/system/files/ec\\_letter\\_to\\_esma\\_re\\_draft\\_rts\\_on\\_types\\_of\\_aifmd\\_4\\_july\\_2013.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/ec_letter_to_esma_re_draft_rts_on_types_of_aifmd_4_july_2013.pdf)>

[25]

ESMA 2 april 2013 | ESMA/2013/413.