

Een nieuwe Verordening voor prospectus 2.0: minder lasten, meer flexibiliteit en relevantie

Ondernemingsrecht 2017/17

De auteurs bespreken het voorstel van de Europese Commissie voor een nieuwe Prospectusverordening, ter vervanging van de Prospectusrichtlijn uit 2003. De prospectusregels worden gezien als wezenlijk onderdeel van de kapitaalmarktenunie, omdat deze regels bepalend zijn voor de toegang tot de kapitaalmarkt. De belangrijkste wijzigingen zien op de verruiming van de uitzonderingen van de prospectusplicht, een speciaal regime voor het MKB, de verlichting van voorschriften voor 'secundaire uitgiften', een speciaal regime voor veelvuldig effecten uitgevende instellingen (emittenten), de vergroting van de relevantie van het prospectus voor beleggers, en ten slotte een centraal toegangspunt voor EU-prospectussen.

Twee kerndoelstellingen van het voorstel zijn het verminderen van de administratieve lasten voor verschillende groepen emittenten en het vergroten van de relevantie van het prospectus voor beleggers. De auteurs betogen dat door middel van het voorstel de eerste doelstelling beter wordt gerealiseerd dan de tweede. De voorstellen voor lastenverlichting lopen op hoofdlijnen parallel met faciliteiten in het Amerikaanse effectenrecht. Wat betreft de relevantie van het prospectus wordt vastgehouden aan het bekritiseerde informatieparadigma, op grond waarvan het verschaffen van informatie wordt verondersteld te leiden tot betere beleggingsbeslissingen en beleggersbescherming.

1. Inleiding

Eind november 2015 heeft de Europese Commissie een voorstel² gepresenteerd voor een herziening van de Prospectusrichtlijn³. De Commissie Economische en Monetaire Zaken (ECON) van het Europees Parlement (EP) heeft op 19 juli 2016 haar rapport met amendementen op het voorstel openbaar gemaakt.⁴ Deze amendementen zijn op 15 september in de plenaire zitting van het EP bij wijze van eerste lezing aangenomen.⁵ Het doel is om vóór eind 2016 de instemming van de Raad van Ministers te hebben zodat de

Prospectusverordening kan worden aangenomen.⁶ De prospectusregels worden door de Commissie gezien als een belangrijk onderdeel van de te verwezenlijken kapitaalmarktenunie (KMU), waarin ondernemingen gemakkelijker geld kunnen ophalen op de kapitaalmarkten. Ondernemingen in Europa worden historisch gezien met name door banken gefinancierd.

Waar veel van de voorstellen die betrekking hebben op de kapitaalmarktenunie nog tamelijk abstract zijn en nadere uitwerking behoeven, is het voorstel voor herziening van de prospectusregels zeer concreet en gedetailleerd. Volgens (de toenmalige) eurocommissaris Hill is men begonnen met de prospectusregels omdat de publicatie van een prospectus vereist is om geld op te halen op de kapitaalmarkten ter vergroting van het eigen vermogen van de onderneming. Het is een essentieel document voor beleggers op de kapitaalmarkten, en het vormt voor ondernemingen de springplank naar de kapitaalmarkten.⁷ Het steekt de Commissie dat in de Verenigde Staten ondernemingen drie keer zo veel kapitaal wisten op te halen als in Europa. De Europese prospectusregels kunnen in dit verband een kostbare barrière vormen, in het bijzonder voor kleinere ondernemingen. Prospectussen zijn in de praktijk namelijk vaak honderden pagina's lang en kostbaar om op te stellen vanwege de betrokkenheid van vele professionele dienstverleners zoals accountants en advocaten.⁸ De nieuw voorgestelde regels beogen de oorspronkelijke doelstelling⁹ van het prospectus weer dichterbij te brengen. Ze zijn in de vorm van een verordening gegoten, waardoor de regels direct in de wetgeving van de lidstaten doorwerken. Voor Nederland betekent dit dat de voorschriften die thans in deel 5 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) staan¹⁰ zullen komen te vervallen, zoals dit eveneens bij de invoering van Marktmissbruikverordening is geschied.¹¹

1 Tomas Arons is als universitair docent financieel recht verbonden aan het Instituut voor Financieel Recht binnen het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R), Radboud Universiteit Nijmegen. Bas de Jong is als hoogleraar Financiële markten vanwege de Vereniging van Effectenbezitters verbonden aan het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R), Radboud Universiteit Nijmegen.

2 COM(2015) 583 final.

3 Richtlijn 2003/71/EG, *PbEU* 2003, L345/64, zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2010/73/EU, *PbEU* 2010, L327/1.

4 A8-0238/2016, 2015/0268(COD).

5 P8_TA-PROV(2016)0353, 2015/0268(COD).

6 Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economische en Sociale Comité en het Comité van de Regio's – Kapitaalmarktunie – Versnellen van de hervorming, COM/2016/0601 final, p. 1-2.

7 Speech Hill 30 november 2015.

8 In *The Economist* van 22 oktober 2016 ('*Float like a butterfly*') staat dat het 'kartel' van begeleidende banken gemiddeld 7% van het opgehaalde bedrag bij wijze van vergoeding (fee) ontvangt. Eumedion stelt in een brief d.d. 4 februari 2016 dat de vergoedingen transparant dienen te worden gemaakt in het prospectus.

9 De Prospectusrichtlijn noemt in ov. 10 van de considerans als doelstellingen beleggersbescherming en marktefficiëntie. Zie ook par. 2 hierna.

10 En de hieraan gekoppelde vrijstellingen in par. 5.1 van de Vrijstellingsregeling Wft.

11 Zie: Wet implementatie verordening en richtlijn marktmissbruik, Wet van 15 juli 2016 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet handhaving consumentenbescherming, de Wet op de economische delicten en het Wetboek van strafvordering in verband met de implementatie van Verordening (EU) nr. 596/2014 betreffende marktmissbruik (*PbEU* 2014, L173) en Richtlijn nr. 2014/57/EU betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (*PbEU* 2014, L173), *Stb.* 2016, 297.

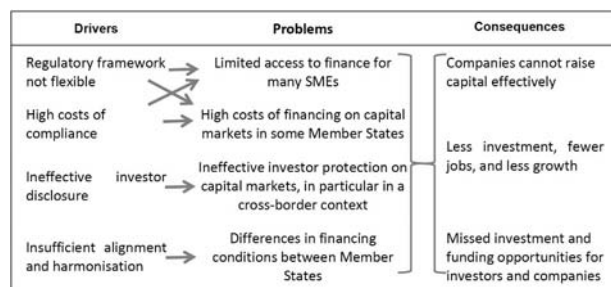
In dit artikel bespreken wij de belangrijkste voorgestelde wijzigingen van de prospectusregels.¹² Eerst schetsen wij nog enkele achtergronden en doelstellingen van het herzieningsvoorstel. Vervolgens gaan wij in op de belangrijkste wijzigingen: de verruiming van de uitzonderingen van de prospectusplicht (par. 3.1), het speciale regime voor het MKB (par. 3.2), de verlichting van voorschriften voor 'secundaire uitgiften' (par. 3.3), het speciale regime voor veelvuldig effecten uitgevende emittenten (par. 3.4), het vergroten van de relevantie van het prospectus voor beleggers (par. 3.5) en ten slotte het centrale toegangspunt voor EU-prospectussen (par. 3.6).

2. Achtergronden en doelstellingen herziening prospectusregels

2.1 Knelpunten Prospectusrichtlijn

De oorspronkelijke Prospectusrichtlijn die was gebaseerd op maximumharmonisatie, trad in 2005 in werking en is in 2009 geëvalueerd. Deze evaluatie heeft geleid tot een aanpassing in 2010¹³ waarbij werd getracht administratieve lasten te verminderen. Nadien is opnieuw onderzoek verricht naar de werking van de prospectusregels. Daartoe heeft de Commissie onder meer een publieke (online) consultatie gehouden van februari tot en met mei 2015, nationale toezichthouders geconsulteerd via ESMA, bijeenkomsten georganiseerd met belanghebbenden in Brussel, en *position papers* ontvangen. Deze initiatieven hebben geleid tot een uitvoerig opgetuigde effectbeoordeling waarin de Commissie de achtergronden schetst voor het voorstel tot herziening van de prospectusregels.

In deze effectbeoordeling¹⁴ onderbouwt de Commissie de noodzaak van een herziening aan de hand van een schema met drijvende krachten, problemen, en gevolgen:



Ter toelichting het volgende. De huidige regels worden niet voldoende flexibel en niet geschikt voor sommige soorten effecten geacht. Als voorbeelden noemt de Commissie het niet succesvol gebleken 'proportionate disclosure' regime uit de richtlijnherziening van 2010 (verlichte openbaarmakingsvereisten voor kleine en middelgrote

ondernemingen),¹⁵ alsmede de behandeling van effecten met een hoge nominale waarde van €100.000 of meer die verkeerde prikkels geeft en averechtse effecten heeft voor de obligatiemarkt. Onvoldoende differentiatie van de vereisten tussen specifieke situaties en emittenten en onvoldoende proportionaliteit leiden tot twee problemen, namelijk hoge administratieve lasten en beperkte toegang tot kapitaalmarkten voor veel kleine en middelgrote ondernemingen. Europese ondernemingen, in het bijzonder kleine en middelgrote ondernemingen, zijn sterk afhankelijk van bankfinanciering. Slechts 20% of minder van het kapitaal wordt opgehaald via kapitaalmarkten, met variaties tussen de lidstaten. Traditioneel vindt er in de Noord- en West-Europese landen meer kapitaalmarktfinanciering plaats dan in andere delen van de Europese Unie.

Uit de publieke online consultatie blijkt dat veel respondenten de kosten van naleving van de prospectusregels hoog vinden. Volgens een ruwe schatting bedragen de kosten van een prospectus voor een aandelenuitgifte gemiddeld €1 mln, terwijl de kosten voor uitgiften van effecten zonder aandelenkarakter (non-equity) ongeveer een vierde daarvan bedragen. Prospectussen en samenvattingen zijn lang. De juridische kosten zijn ongeveer 40% van de totale kosten. Zodoende is het opstellen en laten goedkeuren van een prospectus een kostbaar, complex en tijdrovend proces. Dit geldt in het bijzonder voor kleine en middelgrote ondernemingen, omdat veel van deze kosten vast zijn en niet (voldoende) variëren al naargelang het bedrag dat wordt opgehaald. Deze prospectuskosten drukken daarom sterker op kleinere uitgiften.

Enigszins paradoxaal is dat de uitvoerige prospectusregels niet slagen in het bieden van effectieve beleggersbescherming. De doelstelling om beleggers adequaat te informeren wordt ondermijnd doordat prospectussen vaak lange documenten zijn die primair beogen aansprakelijkheid van emittenten af te wenden. Bovendien is de Prospectusrichtlijn op verschillende manieren geïmplementeerd in de lidstaten. Lidstaten gaan heel verschillend om met aanbiedingen van effecten die buiten het bereik van de richtlijn vallen.¹⁶ Een voorbeeld betreft de beschikbaarheid van een herroepingsrecht (*withdrawal right*) voor beleggers.¹⁷ In sommige lidstaten bestaan deze rechten in vergaande mate, in andere niet, hetgeen onzekerheid creëert over de mate van beleggersbescherming en leidt tot minder grensoverschrijdende

12 Over dit voorstel reeds eerder: J. Dinant, 'Een nieuwe prospectusregime, het voorstel van de Europese Commissie nader bezien' *TvFR* 2016, 11, p. 449-457.
 13 Richtlijn 2010/73/EG, *PbEU* 2010, L 327/1. Zie ook Richtlijn 2010/78/EU, *PbEU* 2010, L 331/120.
 14 Zie SWD(2015) 255 final d.d. 30 november 2015.

15 Dit regime is weinig gebruikt omdat het toepassingsbereik erg klein is. Zie de fact sheet 'Revamping the prospectus, the gateway to European capital markets' d.d. 30 november 2015, MEMO -15-6198. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-6198_en.htm.
 16 Vgl. Wetsvoorstel Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet bekostiging financieel toezicht in verband met het introduceren van toezicht op het beheren van beleggingsobjecten en het beheren inzake beleggingsobligaties (Wet beleggingsobjecten en beleggingsobligaties). Te vinden op: www.internetconsultatie.nl/wetbeleggingsobjectenbeleggingsobligaties. In dit wetsvoorstel wordt voorgesteld artikel 30f in de Wft in te voeren. Hiermee wordt de beheerder van een beleggingsobject dan wel een beleggingsobligatie verplicht bij aanbieding van beleggingsobjecten respectievelijk beleggingsobligaties verplicht een prospectus op te stellen.
 17 Zie art. 16 lid 2 van richtlijn 2003/71/EG, *PbEU* 2003, L345/64.

aanbiedingen of investeringen.¹⁸ Uit de publieke consultatie blijkt ook vrijwel unaniem onvrede met de huidige voorschriften voor het aanbieden van een beknopte prospectus-samenvatting. De samenvatting wordt gezien als te lang, onhanteerbaar en te veel omvattend.

Ten slotte wijst de Commissie op een inadequate harmonisatie die werd bereikt met de Prospectusrichtlijn en onvoldoende aansluiting van de prospectusregels op andere recente EU-wetgeving. Wat betreft de gebrekkige harmonisatie geeft de Commissie het voorbeeld van uiteenlopende voorschriften in de lidstaten om aanbiedingen van effecten met een waarde lager dan €5 mln uit te zonderen van de prospectusplicht, waardoor de prospectusvereisten binnen de EU niet overal op dezelfde manier van toepassing worden.¹⁹ Het proces van goedkeuring van het prospectus door toezichthouders lijkt ook te verschillen tussen lidstaten.²⁰ Wat betreft de aansluiting op EU-wetgeving, noemt de Commissie inconsistenties van de prospectusregels met MiFID II²¹ en overlappende voorschriften met de PRIIPS Verordening²². Als gevolg van de gebrekkige harmonisatie, verschillen de financieringsvoorwaarden tussen de lidstaten. De Commissie signaleert dat er veel variatie is in de mate van ontwikkeling van kapitaalmarkten binnen de EU. Opmerkelijk is dat verschillende lidstaten, waaronder Nederland, relatief grotere kapitaalmarkten hebben dan de Verenigde Staten, waaruit de Commissie afleidt dat het mo-

gelijk is om binnen Europa gunstige condities te scheppen voor de ontwikkeling van kapitaalmarkten.²³

2.2 Doelstellingen

Met de voorgestelde prospectusregels wil de Commissie bovenstaande knelpunten aanpakken. Beoogd wordt alle soorten emittenten openbaarmakingsregels te bieden die zijn toegespitst op hun specifieke behoeften, en tegelijkertijd van het prospectus een relevant(er) informatiedocument te maken voor (potentiële) beleggers.²⁴ De regels mikken op vier groepen van uitgevende instellingen. De eerste groep betreft uitgevende instellingen waarvan de effecten reeds genoteerd zijn op een gereguleerde markt of mkb-groeiemarkt en die bijkomend kapitaal willen aantrekken door middel van een secundaire uitgifte. De tweede groep betreft kleine en middelgrote ondernemingen. De derde groep bestaat uit emittenten die veelvuldig allerlei soorten effecten uitgeven. Ten slotte wordt de vierde groep gevormd door emittenten van effecten zonder aandelenkarakter.

Voor de Commissie is het een speerpunt om de administratieve lasten van het opstellen van een prospectus te verminderen, vooral voor de eerste drie hierboven genoemde groepen. De voorgestelde regels beogen de relevantie van het prospectus als informatiedocument te vergroten, in het bijzonder ook voor potentiële investeerders in het midden- en kleinbedrijf. Ten slotte wordt nog beoogd meer convergentie te creëren tussen het Europese prospectus en andere EU-openbaarmakingsregels. Deze doelstellingen vullen de doelstellingen van de kapitaalmarktenunie volgens de Commissie aan, door versnippering op de financiële markten te beperken, de financieringsbronnen te diversifiëren en de grensoverschrijdende kapitaalstromen te versterken. Opmerking verdient nog dat vijf jaar na de inwerkingtreding van de herziene regels zal worden nagegaan in welke mate de genoemde doelstellingen zijn verwezenlijkt.

2.3 De omvorming van een richtlijn tot verordening

Opvallend is dat de nieuw voorgestelde prospectusregels worden opgenomen in een verordening in plaats van in een richtlijn. Dit past in een tendens van centralisering in het Europese financiële recht, nu bijvoorbeeld ook de regels inzake marktmisbruik niet langer door middel van een richtlijn, maar via een verordening geldend recht vormen in de lidstaten.²⁵ Overigens hebben de momenteel bestaande uitvoeringsmaatregelen inzake het prospectus – waarbij uniformiteit van belang is – reeds de vorm van een verordening.²⁶ De Europese Commissie wijst erop dat de omvorming van een richtlijn in een verordening een oplossing biedt voor omzettingproblemen, en leidt tot betere samenhang en integratie in de interne markt. Hiermee wordt in

18 In Nederland heeft op grond van art. 5:23 lid 6 Wft degene die een koopovereenkomst heeft gesloten of een aanbod tot koop heeft gedaan met betrekking tot effecten die zijn aangeboden aan het publiek het recht tot herroeping van zijn aanvaarding of aanbod. De termijn voor dit recht is gesteld op twee dagen na de publicatie van het aanvullend prospectus. Met de invoering van de herzieningsrichtlijn geldt dit herroepingsrecht niet langer bij een toelating van effecten tot de handel (art. 16 lid 2 herziene richtlijn). Dit herroepingsrecht geldt evenmin bij een emissie waarbij gebruikgemaakt wordt van een basisprospectus en de definitieve voorwaarden niet zijn gedeponeerd. De definitieve voorwaarden, zoals de definitieve prijs van de effecten, zijn immers weliswaar van belang voor het sluiten van een bepaalde transactie, maar niet voor de beoordeling van de effecten en dus voor de beslissing om in te schrijven en te beleggen. Zie: A-G Sharpston in zijn conclusie van 26 november 2013 in HvJ EU zaak C-359/12, overwegingen 48-59 (Timmel/Aviso Zeta AG).

19 Art. 53 lid 2 Vrijstellingsregeling Wft hanteert als grensbedrag €2,5 mln.

20 In het verordeningvoorstel worden verder geen harmoniserende maatregelen betreffende het prospectustoezicht genomen. ESMA krijgt geen nieuwe toezichtsbevoegdheden toegewezen. Zie Financieel Memorandum bij het voorstel COM(2015) 583 final, p. 107.

21 MiFID II sluit niet goed aan op de definitie van 'companies with reduced market capitalisation' in de Prospectusrichtlijn. Volgens de definitie in de Prospectusrichtlijn geldt de een maximale marktkapitalisatie van €100 mln. (art. 2 lid 1 sub t Prospectusrichtlijn zoals gewijzigd door art. 1 lid 2 Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten [2010] PbEU L327/1. Volgens de definitie in MiFID II geldt een maximale marktkapitalisatie van €200 mln (art. 4 lid 1 sub 13 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (MiFID II) [2014] PbEU L173/349).

22 Zie Verordening (EU) Nr. 1286/2014, PbEU L352/1, waarover Watson & Beenen, FR 2016/10. Indien de PRIIPS Verordening en de Prospectusrichtlijn beide van toepassing zijn, is er een zekere mate van overlap tussen het key information document dat vereist is op basis van PRIIPS en de prospectus-samenvatting. Beide documenten dienen dezelfde doelstellingen.

23 Uit de effectbeoordeling van de Commissie blijkt helaas niet welke factoren bepalend zijn voor de ontwikkeling van kapitaalmarkten, en in hoeverre deze onderdeel zijn van het communautaire prospectusregime.

24 Zie COM(2015) 583 final, p. 3.

25 De Richtlijn Marktmisbruik (nr. 2003/6/EG) is vervangen door de Verordening Marktmisbruik (nr. 596/2014), en de Richtlijn betreffende strafrechtelijke sancties (nr. 2014/57/EU).

26 Zie Verordeningen nr. 809/2004/EG, 211/2007/EG, 1289/2008/EG, 486/2012/EG, 862/2012/EG.

overeenstemming met de doelstellingen van de kapitaalmarktenuitvoering minder divergentie en fragmentatie in de regelgeving bereikt. De Commissie wil ook een einde maken aan het probleem dat uitgevende instellingen en beleggers die geïnteresseerd zijn in grensoverschrijdende kapitaalverwerving of -verschaffing, zelfs voor betrekkelijk kleine verschillen nationale regels moeten vergelijken om ervoor te zorgen dat zij de toepasselijke regels volledig begrijpen en nakomen. Het gebruik van een verordening vermijdt dergelijke onproductieve zoekkosten.

3. De belangrijkste inhoudelijke wijzigingen

3.1 Verruiming uitzonderingen prospectusplicht

Op grond van de huidige Prospectusrichtlijn geldt de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van €5 mln of meer, en staat het de lidstaten vrij voor lagere bedragen nationale regels vast te stellen.²⁷ Nieuw is dat volgens de voorgestelde Verordening²⁸, geen (Europees) geharmoniseerd prospectus vereist is voor aanbiedingen van effecten met een tegenwaarde van minder dan €0,5 mln (bij amendement van het EP verhoogd naar €1 mln).²⁹ Hiermee wordt erkend dat de kostprijs voor het vervaardigen van een prospectus onevenredig hoog is ten opzichte van de beoogde opbrengst wanneer een aanbieding van effecten aan het publiek een tegenwaarde van minder dan €1 mln heeft. Naar verwachting zullen vooral kleine en middelgrote ondernemingen hiervan profiteren. Lidstaten behouden echter de mogelijkheid om passende regels te stellen voor uitgaven van dergelijke omvang, mits de lidstaten deze regels in de geest van vereenvoudiging en betere integratie van de markten op evenredige wijze stellen.³⁰ Ook het bereik van de prospectusvrijstelling voor aanbiedingen aan minder dan 150 (rechts)personen wordt verruimd. De vrijstelling wordt in het geamendeerde Verordeningvoorstel een aanbieding aan minder dan 350 (rechts)personen per lidstaat en in totaal aan niet minder dan 4000 (rechts)personen in de hele EU.³¹ De vrijstelling op grond van art. 3 lid 2 onder d Prospectusrichtlijn bij aanbieding van effecten

ten met een nominale waarde per eenheid van ten minste €100 000 vervalft.³²

Het Verordeningvoorstel voorziet in een mechanisme van facultatieve vrijstelling voor de lidstaten van het (bij de Verordening ingestelde) geharmoniseerde prospectus voor aanbiedingen van effecten met een tegenwaarde tussen €1 en €10 mln.³³ Deze vrijstelling geldt alleen voor binnenlandse aanbiedingen waarvoor geen kennisgeving van het paspoort aan lidstaten van ontvangst wordt gevraagd. De drempel van €10 mln is een verhoging ten opzichte van de huidige drempel van €5 mln, maar het Europees Parlement ging hiermee niet akkoord en houdt vast aan de drempel van €5 mln, zo blijkt uit het geamendeerde voorstel.

De voorgestelde Verordening bevat nog een verruiming ten aanzien van vervolgemissies waarvoor de prospectusplicht niet geldt. De Verordening is namelijk niet van toepassing op het toelaten tot de handel op een gereguleerde markt van effecten die over een periode van twaalf maanden minder dan 20% vertegenwoordigen van het aantal 'vergelijkbare' effecten dat reeds tot de handel is toegelaten.³⁴ De prospectusrichtlijn uit 2003 hanteert een lager percentage van 10%.³⁵ Eumedion heeft zich kritisch uitgelaten over de verhoging van het percentage, die tot uitholling van de beleggersbescherming zou leiden.³⁶ Daarentegen wordt de ongelimiteerde vrijstelling onder de Prospectusrichtlijn van aandelen voortgekomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van aan andere effecten verbonden rechten, indien die aandelen tot dezelfde klasse behoren als de aandelen die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten, aangepast.³⁷ Als toepassingsvoorwaarde geldt onder het Verordeningvoorstel dat de voortgekomen aandelen over een periode van twaalf maanden minder dan 20 procent vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde klasse dat reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt is toegelaten.³⁸

27 Zie art. 1 lid 2 onder h Prospectusrichtlijn. Momenteel verlangen 17 lidstaten een prospectus onder de drempelwaarde van €5 mln. Lidstaten moeten de Commissie en ESMA op grond van art. 3 lid 2 commissievoorstel Prospectusverordening in kennis stellen van de gekozen drempelwaarde voor de totale tegenwaarde.

28 Art. 1 lid 3 onder d commissievoorstel Prospectusverordening.

29 Zodoende is ook de vrijstelling bij een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan €100.000 uit de prospectusrichtlijn (art. 3 lid 2 sub e Prospectusrichtlijn) zinledig geworden en dus komen te vervallen.

30 Bij amendement is door het EP echter voorgeschreven dat lidstaten ook geen prospectusplicht op grond van het nationale recht mogen opleggen voor aanbiedingen van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan €1 mln. Ook moeten zij ervan afzien om op deze aanbiedingen andere openbaar-makingsverplichtingen (*disclosure requirements*) op nationaal niveau op te leggen die onevenredig of onnodige lasten opleveren. De lidstaten stellen de Commissie en ESMA in kennis van alle eventuele openbaar-makingsverplichtingen door overlegging van de tekst van desbetreffende bepalingen.

31 Art. 1 lid 3 geamendeerde prospectusverordening.

32 Zie art. 1 lid 3 prospectusverordening. "De coupure van 100 000 EUR wordt momenteel in Richtlijn 2003/71/EG gebruikt om een onderscheid te maken ten opzichte van wholesale-openbaar-makings. Ook wordt hierdoor een vrijstelling van de prospectusplicht ingevoerd voor aanbiedingen van effecten zonder aandelenkarakter. Door deze drempel, die oorspronkelijk bedoeld was als bescherming voor de consument, worden obligaties zo geprijsd dat zij buiten het bereik van kleine beleggers komen te liggen aangezien emittenten in de regel streven naar de minst dure oplossing om een wholesale-openbaar-makings te verrichten. Aangezien de meeste investeringswaardige uitgevende instellingen de benodigde financiële middelen kunnen betrekken bij institutionele beleggers, ondervinden zij weinig stimulansen om obligaties in kleinere coupures aan te bieden. Dit kan echter betekenen dat niet-institutionele beleggers toegang kunnen hebben tot een kleinere en/of risicovollere pool van potentiële investeringen, en minder gemakkelijk een goed gediversifieerde effectenportefeuille hebben.

Afgaande op de informatie van de effectbeoordeling kan de gunstige behandeling die bij de prospectusrichtlijn is verleend aan effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde per eenheid van 100 000 EUR of meer, onbedoelde gevolgen hebben gehad en op de Europese obligatiemarkten verstorings hebben teweeggebracht waardoor een groot deel van de obligaties die uitgegeven zijn door als goede belegging geldende („investment grade“) ondernemingen, niet langer toegankelijk waren voor een ruimer aantal beleggers." Zie Toelichting bij het voorstel COM(2015) 583 final, p. 19-20.

33 Art. 3 lid 2 commissievoorstel Prospectusverordening.

34 Art. 1 lid 4 letter a en b commissievoorstel Prospectusverordening.

35 Art. 4 lid 2 onder a Prospectusrichtlijn.

36 Brief Eumedion d.d. 4 februari 2016.

37 Art. 4 lid 2 letter g Prospectusrichtlijn.

38 Art. 1 lid 4 letter b commissievoorstel Prospectusverordening.

Het Amerikaanse federale effectenrecht kent evenals het Europese recht uitzonderingen op de prospectusplicht. Wat betreft de drempelwaarde om onderworpen te zijn aan de prospectusplicht, is relevant dat de federale toezichthouder SEC op grond van Section 3(b)(1) Securities Act 1933 vrijstellingen van de prospectusplicht kan verlenen indien vanwege het beperkte bedrag of het beperkte karakter van de openbare aanbieding van effecten een prospectus niet nodig is om beleggers te beschermen. Deze bevoegdheid ontbreekt echter indien het totaalbedrag bij de aanbieding \$5 mln overschrijdt. Vanaf 1996 bestaat echter een algemene wettelijke bevoegdheid op grond waarvan de SEC ook voor bedragen hoger dan \$5 mln vrijstelling kan verlenen (S. 28 Securities Act 1933).³⁹ Niettemin heeft de SEC tot op heden slechts gebruikgemaakt van specifieke wettelijke bevoegdheden om onder bepaalde voorwaarden vrijstellingen te bieden.⁴⁰ De wettelijke vrijstellingen zijn bovendien verruimd door de *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS) Act van 2012, die beoogt financiering van kleine ondernemingen te verbeteren en de participatie van particuliere beleggers te vergroten.⁴¹ De SEC heeft op grond van deze wet in 2015 vrijstellingen gecreëerd van de registratievereisten voor aanbiedingen van effecten tot bedragen van \$20 mln en \$50 mln in een periode van twaalf maanden. Er gelden nadere voorwaarden om een dergelijke 'micro-IPO' te kunnen doen, waaronder de verplichting een *offering circular* bij de SEC in te dienen.⁴² De vrijstelling vertoont hierdoor kenmerken van een verlicht regime (vgl. par. 3.2 hierna). Concluderend kan worden opgemerkt dat de vrijstellingsdrempels in de (geamendeerde) Verordening in lijn zijn met die in de Verenigde Staten. De Amerikaanse federale toezichthouder heeft echter ruimere bevoegdheden om vrijstelling te verlenen. Zo is de Europese toezichthouder (ESMA) niet bevoegd om de drempelwaarde van de prospectusvrijstelling te verhogen. In deze zin is het Amerikaanse federale effectenrecht nog flexibeler dan het Europese effectenrecht. Om een vergelijkbare mate van flexibiliteit te bieden, zou de Commissie de bevoegdheid kunnen worden verleend op voorstel van ESMA vrijstelling te verlenen tot een hoger bedrag dan €1 mln. Indien van deze bevoegdheid gebruik zou worden gemaakt om generiek vrijstelling te verlenen, holt dit wel gedeeltelijk of geheel de bevoegdheid uit van de lidstaten om (geen) facultatieve vrijstelling te verlenen voor bedragen tussen €1 en 5 mln.

3.2 Speciaal regime voor kleine en middelgrote ondernemingen

De voorgestelde Verordening voorziet in een specifiek openbaarmakingsregime voor mkb-bedrijven (art. 15). Het

mkb omvat volgens de definities in de Verordening (art. 2) zowel de kleine en middelgrote ondernemingen als gedefinieerd in de huidige Prospectusrichtlijn⁴³, als het mkb gedefinieerd in MiFID II, waardoor de drempel van €100 mln marktkapitalisatie die voorheen gold voor 'ondernemingen met beperkte beurswaarde' in de huidige Prospectusrichtlijn⁴⁴ wordt opgetrokken tot €200 mln⁴⁵.

Mkb-bedrijven, maar bij amendement van het Europees Parlement ook andere uitgevende instellingen met notering op een mkb-groemarkt⁴⁶ en andere uitgevende instellingen waarvan de aanbieding van effecten de afgelopen 12 maanden niet meer was dan €20 mln⁴⁷, kunnen er volgens de Verordening bij een aanbieding van effecten aan het publiek voor kiezen een (EU-groei-⁴⁸)prospectus op te stellen volgens de minimale openbaarmakingsregeling voor het mkb, mits zij geen effecten hebben die tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten. De minimale openbaarmakingsregeling bestaat uit een specifiek registratiedocument en een specifieke verrichtingsnota.⁴⁹ De Verordening voorziet ook in de mogelijkheid een prospectus op te stellen volgens een 'vraag en antwoord'-document voor openbaarmaking⁵⁰, dat door de Commissie bij gedelegeerde handeling nader zal worden omschreven.⁵¹ Bij amendement heeft het EP deze expliciete mogelijkheid van een 'vraag en antwoord'-document doen vervallen. Ter vervanging is in de bepaling opgenomen welke informatie er minimaal in het EU-groei-prospectus moet staan⁵²; de Commissie wordt opgedragen bij gedelegeerde handeling de verkorte inhoud én vorm van dit EU-groei-prospectus vast te stellen.⁵³ Uitdrukkelijk moet de Commissie hierbij de wezenlijke en relevante informatiebehoefte van beleggers afwegen ten opzichte van noodzaak daadwerkelijk de administratieve lasten en kosten van uitgifte door het mkb te verminderen. Deze gedelegeerde handelingen moeten uiterlijk 6 maanden na inwerkingtreding van de Verordening zijn vastgesteld.⁵⁴ ESMA wordt gemachtigd richtsnoeren te ontwikkelen om kleine en middelgrote ondernemingen te helpen bij het opstellen van een prospectus in dit formaat.

39 Zie Hazen, *The law of securities regulation*, St. Paul MN: West 2009 (hierna: Hazen 2009), par. 4.16[1].

40 Zie *Regulation A* voor *public offerings*, waarover Hazen 2009, par. 4.16 e.v. Vrijstellingen voor aanbiedingen tot USD 1 mln. c.q. 5 mln worden ook geboden in *Regulation D* (bestaande uit regel 404, 405 en 406).

41 Zie s.3(b)(2) Securities Act 1933 en de aanpassingen van de SEC van *Regulation A*, die in de aanloop naar de JOBS Act niet veel meer werd gebruikt. Het onderdeel van de JOBS Act waar het hier om gaat is de *Small Capital Company Formation Act* (titel IV).

42 Zie www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml.

43 Art. 2 lid 1 onder f commissievoorstel Prospectusverordening.

44 Art. 2 lid 1 onder t commissievoorstel Prospectusverordening.

45 Zie het persbericht van de Commissie van 30 november 2015 inzake de Prospectusverordening IP/15/6196.

46 Art. 15 lid 1 sub b geamendeerd Verordeningvoorstel.

47 Art. 15 lid 1 sub c geamendeerd Verordeningvoorstel.

48 Deze term "EU-groei-prospectus" is bij wijze van amendement door het EP geïntroduceerd in art. 15.

49 Bij de vaststelling van de overeenkomstige prospectusschema's wordt de informatie aangepast aan de omvang en bestaansduur van dergelijke ondernemingen.

50 Zowel het specifieke registratiedocument als de specifieke verrichtingsnota is in die vorm gestructureerd.

51 Deze mogelijkheid geldt voor mkb-ondernemingen die overgaan tot de aanbieding van aandelen of effecten zonder aandelenkarakter die niet achtergesteld, converteerbaar of omwisselbaar zijn, geen recht geven tot het inschrijven op of het verwerven van andere categorieën effecten, en niet aan een derivaat gekoppeld zijn.

52 Art. 15 lid 1 bis geamendeerd Verordeningvoorstel.

53 Art. 15 lid 3 geamendeerd Verordeningvoorstel.

54 Art. 15 lid 3 laatste zin geamendeerde Verordeningvoorstel.

Het Amerikaanse recht kent eveneens een regeling voor kleinere ondernemingen (*smaller reporting companies*).⁵⁵ Een onderneming is een *smaller reporting company* als de *public equity float*⁵⁶ minder is dan \$75 mln of, indien dit niet kan worden berekend, de jaaromzet lager is dan \$50 mln. Een *smaller reporting company* mag bij de opstelling van het prospectus gebruikmaken van 'lichtere' openbaar makingsverplichtingen (*disclosure requirements*). Deze verplichtingen zijn te vinden in *SEC Regulation S-K*, telkens onder het kopje '*smaller reporting companies*' en in art. 8 van *SEC Regulation S-X*. Deze 'lichtere' openbaar makingsverplichtingen voor *smaller reporting companies* houden onder meer het volgende in:

- Er kan worden volstaan met een minder uitgebreide toelichting, met name bij de beschrijving van de executive compensation.
- Zij hoeven slechts *audited financial statements* van de afgelopen twee in plaats van drie jaren openbaar te maken; en
- Zij zijn niet verplicht een verklaring van de *auditor* over de interne controle van de financiële verslaggeving conform Section 404(b) van de *Sarbanes-Oxley Act* te hebben.

In aanvulling op bovenstaande regeling valt te wijzen op de *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* uit 2012. Deze wet biedt groeiondernemingen (*emerging growth companies*) de mogelijkheid hun aanbieding van effecten publiekelijk aan te prijzen met het voorbehoud dat alleen vermogende beleggers (*accredited investors*) kunnen investeren.⁵⁷ Daarnaast voorziet de wet in een regeling om crowdfunding te faciliteren, waarin zowel vermogende als niet-vermogende beleggers kunnen participeren.⁵⁸ Hierboven (par. 3.1) noemden wij ook reeds het op de wet gebaseerde vrijstellingsregime voor aanbiedingen tot bedragen van \$20 mln en \$50 mln, dat diverse verlichtingen introduceert.

Een eerste conclusie op basis van de rechtsvergelijking is dat zowel het Europese als het Amerikaanse recht oog hebben voor de belangen van mkb- en groeiondernemingen bij lastenverlichting, ondanks de enigszins verschillende drempelwaarden en verdere uitwerking. Een regeling voor crowdfunding is echter nog niet beschikbaar op Europees niveau, anders dan in het Amerikaanse recht.⁵⁹ Een tweede conclusie is dat anders dan in de Amerikaanse regeling op dit moment nog niet duidelijk is hoe de verlichting voor het

Europese mkb er precies uit zal zien. Dit moet uiterlijk zes maanden na inwerkingtreding van de Verordening bekend zijn. De Amerikaanse regelingen kunnen hier inspiratie bieden. Voor *smaller reporting companies* wordt met name verlichting geboden op het gebied van de beschrijving van de *executive compensation*, het aantal *audited financial statements* en de accountantsverklaring over de interne controle van het bestuur over de vennootschap. Dit roept de vraag op of de verlichting van de Europese voorschriften niet in samenhang moet worden gezien met de Europese jaarrekening- en transparantievoorschriften⁶⁰, nu de Amerikaanse verlichtingen juist op deze aspecten betrekking hebben.

3.3 Verlichting voorschriften voor secundaire uitgaven

De Verordening kent nog een minimale openbaar makingsregeling, voor secundaire uitgaven (art. 14). Doel is om hiermee meer flexibiliteit en minder papierwerk te creëren voor ondernemingen die meer dan één keer kapitaal willen verwerven op de financiële markten. Op dit moment ziet 70% van de jaarlijks goedgekeurde prospectussen op een secundaire uitgifte (ongeveer 700 van de 935 prospectussen).⁶¹

De faciliteit voor secundaire uitgaven is beschikbaar voor: (a) uitgevende instellingen waarvan reeds gedurende ten minste 18 maanden effecten tot de handel op een gereguleerde markt of een mkb-groeimarkt⁶² zijn toegelaten en die meerdere effecten van dezelfde klasse uitgeven; (b) uitgevende instellingen waarvan reeds gedurende ten minste 18 maanden effecten met een aandelenkarakter tot de handel op een gereguleerde markt of een mkb-groeimarkt zijn toegelaten en die effecten zonder aandelenkarakter uitgeven; (c) aanbieders van een klasse van effecten die reeds gedurende ten minste 18 maanden tot de handel op een gereguleerde markt of een mkb-groeimarkt zijn toegelaten.

De vereenvoudigde openbaar makingsregeling door middel van het vereenvoudigde prospectus⁶³ bestaat uit een specifiek registratiedocument dat door de onder a), b) en c) bedoelde personen mag worden gebruikt en een specifieke verrichtingsnota die door de onder a) en c) bedoelde perso-

55 Zie Hazen 2009, par. 3.4[4][D]; L. Loss, J. Seligman & T. Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed. Vol. 1, New York: Kluwer Law & Business 2011, p. 533-534. *Smaller reporting company* is gedefinieerd in Item 10(f) (1) of Regulation S-K.

56 De public equity float wordt als volgt berekend: een vermenigvuldiging van het aantal gewone aandelen gehouden door het belegend publiek met de marktprijs en bij een IPO moet daarbij worden opgeteld het aantal in de registration statement vermelde gewone aandelen vermenigvuldigd met de verwachte verkoopprijs van deze aandelen.

57 Zie title II van de wet (*Access to Capital for Job Creators*).

58 Zie title III van de wet (*Crowdfunding*). De SEC heeft in 2016 een regeling vastgesteld ter uitwerking van de wettelijke bepalingen.

59 Het Europees Parlement roept de Commissie op om regulering en harmonisatie na te streven op dit gebied, zie ov. 12a van het geamendeerde Verordeningvoorstel.

60 Zie de jaarrekeningrichtlijn 2013/34/EU, *PbEU* 2013, L182/19. In artikel 3 van deze richtlijn zijn de drempelwaarden van de categorieën van ondernemingen en groepen (kleine, middelgrote en grote) te vinden. Zie voorts de Transparantierichtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L390/38) en de latere aanpassingsrichtlijn 2013/50/EU (*PbEU* 2013, L294/13) met verlichtingen voor kleine en middelgrote ondernemingen. Ten slotte wijzen wij op de IAS-Verordening 1606/2002, *PbEG* 2002, L243/1.

61 Zie p. 26 van de effectbeoordeling SWD(2015) 255 final.

62 Bij amendement van het EP is hieraan toegevoegd "of een MTF, niet zijnde een mkb-groeimarkt, met openbaar makingsvereisten die equivalent zijn aan ten minste de vereisten voor een mkb-groeimarkt zoals gespecificeerd in artikel 33, lid 3, (d), (e), (f) en (g) van de MiFID". Een MTF (multilateral trading facility) of multilaterale handelsfaciliteit: een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig titel II van deze richtlijn. (zie art. lid 1 sub 22 MiFID II)

63 De term 'vereenvoudigde' prospectus en 'vereenvoudigde' openbaar makingsregeling zijn bij wijze van amendement door het EP in het voorstel toegevoegd in artikel 14.

nen mag worden gebruikt. Het is aan de Commissie om gedelegeerde handelingen vast te stellen die preciseren welke informatie beschikbaar moet worden gesteld op basis van de minimale openbaarmakingsregeling.

In afwijking van de reguliere voorschriften over het prospectus, bepaalt de Verordening dat het prospectus bij secundaire uitgifte de relevante informatie dient te bevatten die noodzakelijk is om beleggers in staat te stellen inzicht te verwerven in de *vooruitzichten* van de uitgevende instelling en van een eventuele garant, op basis van minimale financiële informatie⁶⁴ die *enkel* het laatste boekjaar, de aan de effecten verbonden rechten, de redenen voor de uitgifte en het effect daarvan op de uitgevende instelling betreft. De in het prospectus vervatte informatie wordt gepresenteerd in een gemakkelijk te analyseren, bondige en begrijpelijke vorm en stelt beleggers in staat met kennis van zaken een beleggingsbeslissing te nemen.

Ter vergelijking, bij de Amerikaanse *short-form registration* kan in het prospectus worden verwezen naar financiële verslaggeving die al is gedeponereerd op grond van de *Exchange Act 1934*. Op deze manier wordt vermeden dat er dubbelures ontstaan in de informatievoorziening richting het beleggend publiek.⁶⁵ Ook in de nieuwe Europese regeling wordt het dus mogelijk dat in het vereenvoudigde prospectus door middel van een verwijzing naar financiële informatie betreffende het laatste boekjaar aan de verplichting wordt voldaan om informatie over de vooruitzichten van de uitgevende instelling te verschaffen. De Europese en Amerikaanse voorschriften zijn in dit opzicht vergelijkbaar.

3.4 Speciaal regime voor veelvuldig effecten uitgevende emittenten

Een (basis)prospectus kan op basis van de voorgestelde Verordening worden opgesteld als één document (stand alone prospectus), maar tevens als een verzameling van drie documenten (tripartiet prospectus).⁶⁶ In dit tweede geval kunnen de drie documenten op verschillende momenten in de tijd worden goedgekeurd. Dit is een nuttige faciliteit voor 'veelvuldig effecten uitgevende instellingen'⁶⁷. Kort gezegd kunnen zij op grond van de Verordening een jaarlijks universeel registratiedocument (URD)⁶⁸ opstellen met basisinformatie over de onderneming, en dit document aanvullen met een verrichtingsnota en de prospectussamenvatting wanneer zij opnieuw een beroep op de kapitaalmarkt willen doen.⁶⁹ Dit biedt flexibiliteit omdat het produceren van een verrichtingsnota en een samenvatting ten tijde van de uit-

gifte minder tijdrovend is dan het opstellen van een volledig stand alone prospectus.

Voor veelvuldig effectenuitgevende instellingen, geldt bovendien een versneld goedkeuringsproces van vijf werkdagen indien zij een beroep willen doen op de kapitaalmarkt.⁷⁰ De gedachte hierachter is dat de toezichthouder het jaarlijkse universele registratiedocument reeds in een eerder stadium heeft kunnen goedkeuren, zodat minder tijd nodig is voor de goedkeuring van de verrichtingsnota en prospectussamenvatting.⁷¹

Het URD is bedoeld om efficiëntie en flexibiliteit te bevorderen. Het is mogelijk dat uitgevende instellingen voldoen aan hun *doorlopende* informatieverplichtingen op grond van de Transparantierichtlijn door de jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslagen te integreren in het URD. Dit voorkomt volgens de Commissie overlappende vereisten en onnodige lasten, terwijl de voor beleggers relevante informatie wordt geconcentreerd in één document dat ten minste jaarlijks wordt geactualiseerd.⁷² Ook onder de huidige Prospectusrichtlijn is het mogelijk om te kiezen voor een basisprospectus met verrichtingsnota. Niet alleen worden het toepassingsbereik van deze mogelijkheid verruimd en de goedkeuringstermijn verkort van tien naar vijf werkdagen, maar met name de mogelijkheid dat met het URD wordt voldaan aan de doorlopende informatieverplichtingen uit hoofde van de Transparantierichtlijn door hun jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslagen in het URD op te nemen, geldt als noviteit.

In de Verenigde Staten kent met een dergelijk systeem al langer, te weten de *shelf registration*.⁷³ Dit werkt als volgt. Bij *shelf registration*, wordt het *registration statement* ingediend (*filed*), maar worden de effecten als het ware op de plank gelegd, tot het moment waarop de manier en timing van de aanbieding zijn bepaald.⁷⁴ De SEC oordeelde lange tijd negatief over *shelf registrations*, vanwege hun potentieel om het beleggende publiek te misleiden.⁷⁵ Na verloop van tijd raakten deze bezwaren echter ondergeschikt aan vigerende marktkrachten en de roep om meer flexibiliteit. Thans heeft de SEC *shelf registration* omarmd. Bij de hervormingen van 2005⁷⁶ versoepelde de SEC de algemene regels voor *shelf registration*, en introduceerde ook een systeem van *automatic shelf registration* waarvoor *well-known seasoned issuers* ("WKSIs") kunnen kiezen.⁷⁷ Hierop komen we in de tweede hierna volgende alinea terug.

64 Die rechtstreeks of door middel van verwijzing in het prospectus is opgenomen.

65 E. Vidal & J.J.K. Joosten, *United States securities regulation: a guidebook for international companies*, Londen: Globe Law and Business 2011 (hierna: Vidal & Joosten 2011), p. 51-53.

66 Zie art. 8 lid 5 en art. 10 van de voorgestelde Verordening.

67 Zie voor de vereisten voor het hebben van deze status art. 9 lid 11 van de voorgestelde Verordening. Het gaat om emittenten die jaarlijks een universeel registratiedocument opstellen.

68 Dit document bevat een beschrijving van de organisatie, bedrijfsactiviteiten, financiële positie, winsten, vooruitzichten en governance- en aandeelhoudersstructuur van de instelling. Zie art. 9 van de voorgestelde Verordening voor diverse voorschriften inzake het URD.

69 Zie art. 10 van de voorgestelde Verordening.

70 Art. 19 lid 5 van de voorgestelde Verordening.

71 Zie de fact sheet d.d. 30 november 2015.

72 Zie de fact sheet d.d. 30 november 2015 en de Toelichting bij het voorstel COM(2015) 583 final, p. 18. Kritisch hierover is Eumedion, brief d.d. 4 februari 2016, omdat opname van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving in een URD deze informatie ontoegankelijker maakt. Informatie zou immers kunnen worden uitgesmeerd over het URD, het URD mag te allen tijde worden geactualiseerd zonder dat dit voor beleggers duidelijk kenbaar is, en roept vragen op over de controleverklaring van de accountant.

73 Uitvoerig hierover Franx, "Shelf registration' onder de Europese Prospectusrichtlijn en in de VS: wat betekent het voor issuers en onderwriters?', *TvFR* 2005, p. 48-59 (hierna Franx 2005).

74 L. Loss, J. Seligman & T. Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed. Vol. 1, New York: Kluwer Law & Business 2011, p. 111-123.

75 Hazen 2009, par. 3.11.

76 Securities Offering Reform.

77 Securities Act Rule 415.

De procedure is globaal als volgt: De uitgevende instelling dient eerst een *registration statement* in.⁷⁸ Dit statement geeft een globale omschrijving van de effecten van de uitgevende instelling. Ook wordt hierin verwezen naar huidige en toekomstige, (financiële) verslaggeving die op grond van de *Exchange Act 1934* openbaar moet worden gemaakt. Nadat dit *registration statement* van kracht wordt, moet de uitgevende instelling indien zij daadwerkelijk wil overgaan tot uitgifte voor iedere specifieke uitgifte een prospectussupplement verkrijgbaar stellen. Dit supplement bevat informatie ten aanzien van de uitgifte en materiële ontwikkelingen die niet in eerdere periodieke rapporten zijn beschreven. Deze prospectussupplementen worden doorgaans verkrijgbaar gesteld zonder voorafgaande goedkeuring (*review*) door de SEC. Bij de voorgestelde Europese regeling moeten de verrichtingsnota, de samenvatting en wijzigingen in het URD wel door de toezichthouder worden goedgekeurd.⁷⁹ De SEC staat de uitgevende instelling toe een enkele *registration statement* – een universele *shelf registration statement* – te gebruiken voor de aanbidding van schuld papier, aandelen en andere effecten. Shelf registration is beschikbaar voor ondernemingen die Formulier S-3 (Amerikaanse ondernemingen) of F-3 (buitenlandse ondernemingen) mogen gebruiken.

Well-known seasoned investors – WKSIs – zijn Amerikaanse of niet-Amerikaanse uitgevende instellingen (*issuers*) die voldoen aan de volgende cumulatieve voorwaarden:

- Zij zijn onderworpen aan het verslagleggingssysteem van de *Exchange Act 1934*.
- Zij hebben ten minste 1 maal een jaarrekening conform Form 10-K of Form 20-F gedeponereerd.
- Zij hebben ofwel een recente free float waarde van ten minste \$700 mln ofwel niet-convertibele, niet-equity effecten geregistreerd met een waarde van ten minste \$1 mrd in de laatste drie jaren.⁸⁰

De ‘superklasse’⁸¹ van WKSIs kan profiteren van de voordelen van *automatic shelf registration*. De verklaring *automatic shelf registration* toe te passen (*statement*) heeft na deponeering rechtstreekse werking (dus er is geen goedkeuring nodig), en is drie jaar geldig. WKSIs kunnen hierdoor onge-specificeerde aantalen effecten registreren op Form S-3 of F-3 zonder aan te geven of dit een *primary offering* (uitgifte nieuwe effecten) of een *secondary offering* (verkoop namens een effectenhouder) betreft.⁸² Anders dan bij aanbidding van effecten bij een gewone *shelf registration* is er bij een *automatic shelf registration* geen prospectussupplement vereist. Uiteraard moet het *statement* zonnodig worden gemendeerd na materiële wijzigingen.⁸³

78 Vidal & Joosten 2011, p. 53.

79 Art. 10 lid 2.

80 Vidal & Joosten 2011, p. 53-54.

81 Deze term is ontleend aan Franx 2005, p. 50.

82 L. Loss, J. Seligman & T. Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed. Vol. 1, New York: Kluwer Law & Business 2011, p. 119.

83 Vidal & Joosten 2011, p. 55.

3.5 *Het relevanter maken van het prospectus voor beleggers*

Meestal is de prospectussamenvatting aan de lange kant. Bovendien worden vaak lastige juridische begrippen gebruikt. Voor de individuele belegger maakt dit de samenvatting niet zeer bruikbaar. Daarnaast zijn er wel extra kosten voor de uitgevende instelling. De Commissie heeft daarom in dit Verordeningvoorstel gekozen voor een nieuwe aanpak. De nieuwe samenvatting sluit in sterke mate aan bij het model van het essentiële-informatiedocument dat vereist is krachtens de PRIIPs verordening⁸⁴, en heeft een maximale lengte van 6 gedrukte bladzijden in A4-formaat (waarbij tekens van leesbare grootte worden gebruikt).⁸⁵ De aansprakelijkheidsregeling van de samenvatting, die in art. 11 lid 2 wordt uiteengezet, blijft ongewijzigd ten opzichte van de Prospectusrichtlijn uit 2003. Dat wil zeggen dat er slechts sprake is van civiele aansprakelijkheid indien de samenvatting, samen met de andere delen van het prospectus gelezen, misleidend, onjuist of inconsistent is.⁸⁶ Naast het gebruikelijke onderdeel met waarschuwingen⁸⁷ zijn er drie belangrijke onderdelen in de samenvatting de kerngegevens over (i) de uitgevende instelling⁸⁸; (ii) het effect en de daaraan verbonden rechten, verplichtingen, risico's en rangorde bij afwikkeling/faillissement⁸⁹; en (iii) de aanbidding/toelatingsvoorwaarden en tijdschema van inschrijving⁹⁰. Voor elk van deze onderdelen wordt een algemene rubriek opgesteld, met aanwijzingen over de inhoud, maar uitgevende instellingen hebben de vrijheid om korte toelichtingen te ontwikkelen en de informatie te selecteren die van wezenlijk belang is. Voor effecten die onder het toepassingsgebied van de PRIIPs verordening vallen, kan de uitgevende instelling de afdeling ‘effecten’ van de samenvatting vervangen door de inhoud van het essentiële-informatiedocument.

Een versoepeling van het maximum aantal bladzijden van het overzicht is mogelijk ingeval de samenvatting betrekking heeft op meerdere effecten die slechts op een aantal

84 Ovw. 25 considerans.

85 Art. 7 lid 3.

86 Art. 11 lid 2. Hier zij nog kort opgemerkt dat het verbazing wekt dat artikel 11 een opdracht behelst aan de lidstaten om er zorg voor te dragen dat de burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing is op de voor het prospectus verantwoordelijke personen. Een dergelijke implementatie-opdracht strookt niet geheel met het idee van een rechtstreeks werkende verordening. Een dergelijke opdracht is logischer bij de wetgevingstechniek van een richtlijn.

87 Te weten de waarschuwing in de inleiding van het prospectus dat: (a) de samenvatting moet worden gelezen als een inleiding op het prospectus; (b) elke beslissing om in de effecten te beleggen, gebaseerd moet zijn op de bestudering van het gehele prospectus door de belegger; (c) wanneer een vordering met betrekking tot de informatie in een prospectus bij een rechterlijke instantie aanhangig wordt gemaakt, de belegger die als eiser optreedt volgens de nationale wetgeving van de lidstaten eventueel de kosten voor de vertaling van het prospectus moet dragen voordat de rechtsvordering wordt ingesteld; (d) alleen de personen die de samenvatting, met inbegrip van een vertaling ervan, hebben ingediend, wettelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld indien de samenvatting, wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen, misleidend, onjuist of inconsistent is, of indien zij, wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen, niet de kerngegevens bevat om beleggers te helpen wanneer zij overwegen in die effecten te beleggen. Zie art. 7 lid 5.

88 Art. 7 lid 6.

89 Art. 7 lid 7.

90 Art. 7 lid 8.

zeer beperkte punten van elkaar verschillen. Het verbod om in de samenvatting informatie door middel van verwijzing op te nemen, zoals thans vervat is in art. 11 lid 1 Richtlijn 2003/71/EG, wordt gehandhaafd om te voorkomen dat de samenvatting een verzameling wordt van hyperlinks en kruisverwijzingen.⁹¹

3.6 *Eén toegangspunt voor alle EU-prospectussen*

Met inwerkingtreding van de voorgestelde prospectusverordening zal ESMA voor het eerst de gratis dienst van online toegang tot alle in de Europese Economische Ruimte goedgekeurde prospectus verlenen. Beleggers zullen hiervan profiteren omdat zij op één portaal alle corporate informatie over ondernemingen met beursgenoteerde effecten bijeen hebben. Het is te hopen dat dit een toegankelijker portaal zal zijn dan de door de SEC gehanteerde EDGAR database.

4. **Algemene kanttekeningen bij het voorstel: de problematiek van het informatieparadigma**

De meest fundamentele kritiek op het voorstel is verwoord door Enriques⁹². Hij betwijfelt of de voorstellen ter zake van lastenverlichting en het beleggersvriendelijk maken van het prospectus de kern van het probleem raken. De Europese wetgever blijft volgens hem ten onrechte vasthouden aan het idee dat een hoog beschermingsniveau van (consument)-beleggers bereikt kan worden door gedetailleerde informatievoorziening dat bovendien voor openbaarmaking nog goedgekeurd moet worden door een toezichthouder die controleert op volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid. Met name voor consument-beleggers is er ample wetenschappelijk onderzoek dat aantoont dat zij met deze beschikbare informatie tot een betere beleggingsbeslissing komen.⁹³

Als meer kostenefficiënt alternatief stelt Enriques het volgende raamwerk voor IPO's en secondary offerings voor: 1. de prijs die aan het belegend publiek wordt aangeboden mag niet hoger zijn dan die aangeboden aan institutionele beleggers (dit is nu alleen best practice in de EU); 2. de verplicht verstrekte informatie moet worden afgestemd op de behoefte van analisten en niet van de mythologische gemiddelde belegger; en 3. de volgende verplichtingen vervallen: a. de samenvatting; b. welke risicofactoren moeten worden benadrukt en welke weggelaten; c. gedetailleerde voorschriften over de wijze van openbaarmaking; en d. taalverplichtingen. Met name door punt 3 kunnen de kosten die gemoeid zijn met het prospectus worden teruggebracht zonder enig nadeel voor de beoogde lezers van het prospec-

tus. Tot besluit wil Enriques dat de voorgeschreven informatie-items en voorafgaande goedkeuring door de toezichthouder komen te vervallen. Indien onvoldoende informatie wordt verstrekt, zullen de aangeboden effecten alleen tegen een discount verkocht kunnen worden. Bij aanbiedingen van effecten rechtstreeks aan het belegend publiek (dus zonder notering) bepleit Enriques het huidige systeem ten einde voor fraudeurs zo veel mogelijk barrières op te werpen. Voor effecten die uitsluitend worden aangeboden via banken bepleit hij een aansluiting bij de reeds bestaande EU regels inzake *key information documents* (KID's) die gelden voor PRIIPs. Bij wijze van alternatief kan ook worden gedacht aan een korter document waarin de karakteristieken van en risico's verbonden aan het aangeboden financiële instrument worden beschreven. Zodoende kan beter worden beoordeeld of de intermediair zijn gedragsregels (*conduct of business regulations*) zoals de geschiktheidstoets of regelingen inzake tegenstrijdige belangen, adequaat heeft nageleefd.

Het standpunt dat informatieverschaffing geen perfect instrument is om beleggers te beschermen wordt door ons van harte gedeeld. In de literatuur wordt dit 'informatieparadigma' dat meer *disclosure* tot betere beleggingsbeslissingen en dus tot beleggersbescherming leidt sterk bekritiseerd.⁹⁴ Informatieverschaffing via het prospectus vormt naar ons oordeel een basis voor beleggersbescherming, maar het is noodzakelijk om na te denken over aanvullingen en alternatieven. Van Dyck suggereert dat dit informatieparadigma zou kunnen worden vervangen door een intermediatieparadigma.⁹⁵ De niet-professionele belegger wordt verplicht zich door een financieel intermediair te laten adviseren. De intermediair heeft de verantwoordelijkheid en is aansprakelijk bij niet-naleving van zijn zorgplichten (wettelijk en ongeschreven) jegens zijn cliënt. Grundmann-van de Krol oppert dat bepaalde financiële producten in het geheel niet aan niet-professionele beleggers zouden moeten worden verkocht.⁹⁶ Ten slotte wijzen wij op de noodzaak om via het (nationale) aansprakelijkheidsrecht effectieve beleggersbescherming te creëren. Daartoe is vereist dat een procedure voor collectief schadeverhaal bestaat, waarin zowel aan de belangen van de aangesproken partij als van mogelijk gedupeerde beleggers recht wordt gedaan.⁹⁷ Hierbij moet wel de kanttekening worden geplaatst dat voorkomen moet worden dat een beroep op de kapitaalmarkt onaantrekkelijk wordt door de vrees voor aansprakelijkheid.

91 Art. 7 lid 10.

92 www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/05/eu-prospectus-regulation-some-out-box-thinking.

93 Voor een samenvatting van dit wetenschappelijk bewijs verwijst hij naar Moloney, *How to Protect Investors*, CUP 2010, p. 291-296. Beleidsmakers doen er volgens Enriques verstandig aan te onderkennen dat openbaarverplichtingen verschillende rollen vervullen elk in een andere context, waarover Armour, Awrey, Davies, Enriques, Gordon, Mayer & Payne, *Principles of Financial Regulation*, OUP 2016.

94 Grundmann-van de Krol, 'Het informatieparadigma voorbij', in: P. Essers, *Met Recht, Verzamelde opstellen over privaat- en fiscaalrechtelijk ondernemingsrecht aangeboden aan Theo Raaijmakers ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Universiteit van Tilburg*, Deventer; Kluwer 2009 (hierna: Grundmann-van de Krol 2009), p. 165. Zie ook De Jong, 'De spannende driehoeksverhouding tussen financiële markten, recht en economische wetenschap' (oratie Nijmegen), *Ondernemingsrecht* 2015/63.

95 Van Dyck, *De Geharmoniseerde Prospectusplicht, Kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingwetten in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland* (diss. KU Leuven), Brugge: Die Keure 2010, rdn. 89.

96 Grundmann-van de Krol 2009, p. 169-172.

97 In Nederland wordt gewerkt aan een wetsvoorstel voor de afwikkeling van massaschade in een collectieve actie, zie *Kamerstukken II* 2016/17, 34608, nr. 2 e.v.

Wij zijn geen voorstander van schrapping van voorafgaande goedkeuring en verplicht voorgeschreven informatie-items, zoals voorgesteld door Enriques. Naar ons oordeel vertrouwt hij mogelijk (te) veel op de perfectie waarmee de markt informatie verwerkt. Het vertrouwen op de aansprakelijkheidsprikkel bij intermediairs en uitgevende instellingen is evenmin erg verstandig. Daarnaast wordt de lengte van en complexiteit van het (juridisch) taalgebruik in het prospectus waarschijnlijk in hoge mate gedreven door het aansprakelijkheidsrisico van de uitgevende instelling en de begeleidende banken. Ter voorkoming van de beschuldiging van misleiding en veroordeling tot schadevergoeding wegens aansprakelijkheid voor het (misleidend) prospectus zullen zij ervoor kiezen veel informatie in het prospectus op te nemen.

Ter vergelijking merken wij nog op dat ook de Amerikaanse wetgever gedetailleerde voorschriften oplegt. Met het URD en de mogelijkheid van verwijzing naar eerder openbaar gemaakte informatie wordt slechts beoogd uitgifteprogramma's te vereenvoudigen en informatiedoublures te voorkomen. In het Verordeningvoorstel worden 'kleinere' aanbieders tegemoetgekomen door slechts een vereenvoudigd prospectus verplicht te stellen.

Wat het punt van de maatman-belegger – op wie de in het prospectus opgenomen informatie moet worden afgestemd – betreft is niet helemaal duidelijk waar nu precies het verschil zit in de informatiebehoefte van analisten en doorsnee-beleggers. Voorts zijn wij kritisch over het voorstel van Enriques tot afschaffing van de verplichte prospectussamenvatting. Uit de publieke consultatie was nu juist gebleken dat hier vanuit de markt nu juist wel behoefte aan is.⁹⁸ Bovendien zullen de maximaal zes A4'tjes (maximale lettergrootte en regelafstand worden niet voorgeschreven in art. 7) de administratieve lasten niet dusdanig verhogen dat zij niet opweegt tegen de kennelijk gevoelde behoefte vanuit de markt.

5. Tot besluit

De voorgestelde prospectusregels hebben in hoofdzaak twee doelstellingen: lastenverlichting voor verschillende groepen emittenten en het vergroten van de relevantie van het prospectus voor beleggers. Daarnaast wordt met de voorstellen een betere afstemming tussen EU-openbaarmakingsregels bereikt.

Naar ons oordeel dragen de voorstellen inzake verruiming van de uitzonderingen op de prospectusplicht en de verlichting van voorschriften voor het MKB, secundaire uitgiften en veelvuldig effectenuitgevende instellingen duidelijk bij aan de doelstelling van lastenverlichting. Zij zijn op hoofdlijnen vergelijkbaar met faciliteiten in het Amerikaanse recht. Wat betreft de Europese regelgeving is er in dit opzicht geen grotere belemmering (meer) dan in de Verenigde

Staten voor ondernemingen om een beroep op de kapitaalmarkt te doen.

De doelstelling van de Commissie om de relevantie van het prospectus als informatiebron te vergroten, wordt met het voorstel maar in beperkte mate gerealiseerd. Het informatieparadigma, op grond waarvan meer of betere informatie wordt verondersteld te leiden tot betere beleggingsbeslissingen en beleggersbescherming, staat bloot aan kritiek. Het voorstel bevat geen echte oplossingen voor de knelpunten die in dit paradigma besloten liggen. Tegelijk moet worden toegegeven dat zulke oplossingen niet eenvoudig zijn. Ook het Amerikaanse recht houdt vast aan het paradigma, bij gebrek aan een beter alternatief. Evenwichtig vormgegeven regels inzake aansprakelijkheid en collectief schadeverhaal bieden waarschijnlijk in aanvulling op de door het informatieparadigma voorgeschreven informatievoorziening nog de beste bescherming voor beleggers tegen ondoorzichtige of onvolledige prospectussen, zonder een beroep op de kapitaalmarkt onaantrekkelijk te maken. Op dit punt valt nog winst te behalen in Europa.

⁹⁸ Consultation on the Review of the Prospectus Directive 18/02-2015 – 13/05/2015 – Feedback statement on the public online consultation, p. 17-19. http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/summary-of-responses_en.pdf.