

Het gewijzigde voorstel voor een prospectusrichtlijn en artikel 3 Wte 1995

Inleiding

Sinds het midden van de jaren tachtig van de vorige eeuw heeft het effectenrecht een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt. De laatste jaren is de ontwikkeling van het effectenrecht nog eens in een extra stroomversnelling geraakt door de toenemende internationale regelgeving vanuit de Europese Unie ter integratie van de Europese kapitaalmarkten. Door de vele ontwikkelingen op effectenrechtelijk gebied is de effectenwetgeving in de afgelopen jaren niet ongewijzigd gebleven. In dat verband merk ik nog op dat de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) behoorlijk gewijzigd zal worden in verband met de per 1 september 2002 overgedragen gedragstoezichtstaken door De Nederlandsche Bank aan de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM), en de door de Autoriteit-FM aan De Nederlandsche Bank overgedragen prudentiële toezichtstaken, in het kader van de hervorming van het toezicht op de financiële marktsector.

Het is opvallend dat de ontwikkelingen die zich sinds de invoering van de Wte 1995 hebben voorgedaan, nog niet hebben geleid tot wezenlijke aanpassingen in de wetgeving die samenhangt met het aanbodingsverbod van artikel 3 Wte 1995. Toch zal ook deze wetgeving naar verwachting op niet al te lange termijn (rigoureuus) veranderen gezien de ophanden zijnde regelgeving afkomstig van de Europese Unie. De grote gevolgen die deze regelgeving (in haar huidige vorm) zal hebben voor artikel 3 Wte 1995, in het bijzonder voor de vrijstellingsregeling Wte 1995 en de bestaande uitzonderingen op het aanbodingsverbod van artikel 3 Wte 1995, komen hierna aan bod. Overigens merk ik op dat tussen de Autoriteit-FM en het Ministerie van Financiën overleg plaatsvindt over de aanpassing van de vrijstellingsregeling Wte 1995. De vrijstellingsregeling Wte 1995 zal naar verwachting dus ook op grond van nationale initiatieven worden gewijzigd.

Gewijzigd voorstel prospectusrichtlijn

De Europese Commissie heeft een gewijzigd voorstel ingediend voor een richtlijn betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten (het 'gewijzigde voorstel'). Het gewijzigde voorstel kent een aantal belangrijke wijzigingen ten opzichte van het aanvankelijke voorstel voor de prospectusricht-

lijn onder meer naar aanleiding van commentaar van het Europese Parlement en de Europese Raad (de inhoud van het aanvankelijke voorstel is besproken door C.M. Grundmann-van de Krol in TvE 2001, nr. 6/7).

Allereerst dient ten aanzien van het gewijzigde voorstel te worden opgemerkt dat ook in dit voorstel het belangrijkste punt de invoering van een Europees 'prospectuspaspoort' betreft. Door de introductie van een dergelijk paspoort zal een prospectus dat is goedgekeurd door de bevoegde toezichthoudende autoriteit in het thuisland van de uitgevende instelling, kunnen worden gebruikt om ook in andere lidstaten effecten aan te bieden zonder dat de toezichthouder van het ontvangende land daar additionele eisen aan kan stellen. Het huidige stelsel van wederzijdse erkenning, welk stelsel complex is, zal zo sterk worden vereenvoudigd. Ten aanzien van het voorgaande is nog vermeldenswaardig dat in het gewijzigde voorstel de notificatieprocedure eveneens sterk is vereenvoudigd. Een uitgevende instelling die effecten wil aanbieden in een van de lidstaten, zal enkel de bevoegde autoriteit van die lidstaat in kennis dienen te stellen van het feit dat een prospectus is opgesteld dat is goedgekeurd door een bevoegde autoriteit in een andere lidstaat (dit door de lidstaat van herkomst te verzoeken een verklaring te overleggen waarin wordt bevestigd dat het prospectus volgens de richtlijn is opgesteld). In een voorkomend geval zal ook een vertaling van de samenvatting van het prospectus dienen te worden overgelegd.

Prospectusplicht

Naast bepalingen ten aanzien van de invoering van een 'prospectuspaspoort' bevat het gewijzigde voorstel enige belangrijke bepalingen met betrekking tot de prospectusplicht als zodanig. Op grond van artikel 3 lid 1 van het gewijzigde voorstel dienen lidstaten er zorg voor te dragen dat elke aanbieding van effecten aan het publiek op hun grondgebied in beginsel afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus. In het gewijzigde voorstel is de definitie van aanbieding van effecten aan het publiek vervolledigd en verduidelijkt. Onder de definitie van een aanbieding van effecten aan het publiek wordt het volgende verstaan:

'een in om het even welke vorm en via om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waar-

in voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger eventueel in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten'.

De strekking van het voornoemde artikel 3 lid 1 van het gewijzigde voorstel is gelijk aan die van het aanbiedingsverbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995; in het laatstgenoemde artikel is de term 'publiek' vertaald met de term 'buiten besloten kring'. Omdat in artikel 3 lid 1 Wte 1995 het begrip 'publiek' vertaald is met de term 'buiten besloten kring', is het van belang wat precies onder 'publiek' moet worden verstaan (zie daarover ook C.M. Grundmann van de Krol, a.w., p. 127). Uit het gewijzigde voorstel valt dit helaas niet af te leiden, zodat ons nog geen oplossing wordt aangedragen voor de interpretatieproblemen met betrekking tot het begrip 'besloten kring'.

Het voorgaande neemt niet weg dat het gewijzigde voorstel een aantal bepalingen bevat die van groot belang zijn voor het aanbiedingsverbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995, en dan in het bijzonder voor de in de Wte 1995 genoemde uitzonderingen en vrijstellingen van dit verbod. In het gewijzigde voorstel worden namelijk enkele aanbiedingen aan het publiek uitgezonderd en vrijgesteld van de prospectusplicht die in de Wte 1995 tot op heden niet zijn vrijgesteld of uitgezonderd. Uit de toelichting op artikel 4 van het gewijzigde voorstel maak ik op dat de lidstaten geen mogelijkheid krijgen om de uitzonderingen en vrijstellingen niet in nationaal recht om te zetten. Dit betekent dus dat, bij implementatie van het gewijzigde voorstel in zijn huidige vorm, alle uitzonderingen en vrijstellingen die in de richtlijn zijn opgenomen, onverkort zullen moeten worden opgenomen in de Wte 1995 (daaronder begrepen de vrijstellingsregeling Wte 1995). Zoals ik hierna zal bespreken, heeft dit belangrijke gevolgen voor de effectenrechtelijke praktijk.

Uitzonderingen op de prospectusplicht

In artikel 2 lid 2 van het gewijzigde voorstel worden niet als een aanbieding van effecten aan het publiek beschouwd:

1. een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten;
2. een aanbieding van effecten aan minder dan honderd natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn;
3. een aanbieding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen tegen een totale inbreng van ten minste € 50.000 per belegger;

4. een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste € 50.000; en
5. een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan € 2.500.000 (dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden).

Deze aanbiedingen zijn dus uitgezonderd van de prospectusplicht.

Als eerste uitzondering heb ik genoemd het aanbieden van effecten uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers. Deze uitzondering is vergelijkbaar met, maar niet gelijk aan, de vrijstelling opgenomen in artikel 2 lid 1 van de vrijstellingsregeling Wte 1995, waarin is bepaald dat het aanbieden van effecten aan uitsluitend professionele partijen is vrijgesteld van het verbod van artikel 3 Wte 1995. Het is niet altijd even duidelijk wanneer (rechts)personen kwalificeren als professionele partij, en ook in het gewijzigde voorstel zal het niet altijd duidelijk zijn of er sprake is van een gekwalificeerde belegger. Wel is het zo dat de opsomming van (rechts)personen die kwalificeren als gekwalificeerde belegger, in het gewijzigde voorstel aanzienlijk ruimer is dan de opsomming ten aanzien van het begrip professionele partij in de vrijstellingsregeling Wte 1995. Vermeldenswaardig is bijvoorbeeld dat in het gewijzigde voorstel een natuurlijk persoon als gekwalificeerde belegger kan worden aangemerkt indien hij of zij verzoekt om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt en hij of zij voorts

- a. de voorgaande vier kwartalen gemiddeld tien omvangrijke transacties per kwartaal op de effectenmarkt heeft verricht (wat precies moet worden verstaan onder omvangrijk is niet duidelijk, maar je zou uit de genoemde uitzondering onder 3. kunnen afleiden dat het moet gaan om transacties tegen een totale inbreng van ten minste € 50.000 per belegger); en
- b. een effectenportefeuille heeft met een omvang van meer dan € 0,5 miljoen.

De mogelijkheid voor een natuurlijk persoon om op eigen verzoek (onder genoemde voorwaarden) aangemerkt te worden als gekwalificeerde belegger, houdt een belangrijke wijziging in ten opzichte van de huidige regelgeving.

De onder 2. genoemde uitzondering op de prospectusplicht geldt voor een aanbieding van effecten aan minder dan honderd natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn. De algemene verkrijgbaarstelling van een prospectus wordt hier dus afhankelijk gesteld van een getalscriterium. Dit is van

groot belang voor het 'besloten-kring-criterium' zoals wij dat terugvinden in het aanbodingsverbod van artikel 3 Wte 1995. Op dit moment is het zo dat een aanbod enkel wordt beschouwd als een aanbod binnen een besloten kring indien het aanbod niet alleen plaatsvindt aan (1) een 'beperkte groep' van personen (getalscriterium), maar er daarnaast ook (2) sprake is van een 'zekere relatie' tussen deze personen en de aanbiedende instelling. Uit het Tjoeroeg-arrest (HR 17 december 1996, JOR 1997, 7) blijkt dat onder een zekere relatie een relatie dient te worden verstaan die meebrengt dat de belegger over bijzondere kennis met betrekking tot de uitgevende instelling beschikt, zodat aldus op andere wijze dan door de verkrijgbaarstelling van een prospectus, de door de Wte 1995 te beschermen belangen worden gewaarborgd. In Nederland kennen wij met andere woorden een stelsel waarbij een 'kenniscriterium' wordt gehanteerd om te bepalen of de verkrijgbaarstelling van een prospectus vereist is (vergelijk Rb. Breda 20 augustus 2002, JOR 2002, 178 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol). Implementatie van de gewijzigde richtlijn zal tot gevolg hebben dat de prospectusplicht enkel afhankelijk wordt gesteld van een getalscriterium (minder dan honderd personen). Dit zal in de praktijk betekenen dat veel aanbiedingen aan een 'beperkte groep' van personen waarvoor nu een prospectus algemeen verkrijgbaar dient te worden gesteld, in de toekomst zullen zijn uitgezonderd van de prospectusplicht. In de praktijk zal toepassing van het getalscriterium weliswaar makkelijker hanteerbaar zijn dan een kenniscriterium, echter toepassing van dit criterium betekent ook dat de hoedanigheid van de belegger uit het oog wordt verloren.

Voorts zijn van de prospectusplicht uitgezonderd aanbiedingen van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen (a) tegen een totale inbreng van ten minste € 50.000 per belegger of (b) met een nominale waarde van ten minste € 50.000. Een bepaling met eenzelfde strekking als bedoeld onder (a) is in de Wte 1995 niet terug te vinden. In artikel 4 van de vrijstellingsregeling Wte 1995 is wel een vrijstelling opgenomen voor het aanbieden van effecten met een nominale waarde van minimaal f 100.000 (€ 45.478,02). Bij implementatie van het gewijzigde voorstel zal dus naast de al bestaande voornoemde vrijstelling ook een vrijstelling dienen te worden opgenomen waarin tot uitdrukking wordt gebracht dat het aanbodingsverbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995 niet geldt voor aanbiedingen aan beleggers die effecten voor een tegenwaarde van ten minste € 50.000 verwerven. Naar ik aanneem, is de achterliggende gedachte van deze vrijstelling dat beleggers die voor dergelijke bedragen effecten aankopen, geen extra

bescherming (door middel van een prospectus) nodig hebben. Consequentie van deze nieuwe vrijstelling is dat het aanbieden van effecten aan beleggers die niet worden aangemerkt als gekwalificeerde belegger, in veel gevallen toch niet leidt tot de plicht om een prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen omdat er door deze beleggers voor € 50.000 (of meer) geïnvesteerd wordt. Deze vrijstelling houdt een aanzienlijke verruiming in van de mogelijkheden om te worden vrijgesteld van de prospectusplicht. Particuliere beleggers zullen veel sneller geneigd zijn te investeren in aandelen met een 'lage' nominale waarde voor een totaalbedrag van minstens € 50.000, dan in aandelen met een nominale waarde van € 50.000 of meer.

De onder 4. genoemde uitzondering op de plicht om een prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen bij een aanbieding van effecten aan het publiek is de meest in het oog springende en lijkt het sterkst in te druisen tegen het uitgangspunt dat het prospectus er is voor de bescherming van de belegger. In het gewijzigde voorstel wordt een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan € 2.500.000 uitgezonderd van de prospectusplicht. Deze uitzondering is opgenomen om kleine en middelgrote ondernemingen niet te belasten met het opstellen van een prospectus indien slechts kleine hoeveelheden aandelen worden uitgegeven. De hier geformuleerde uitzondering houdt in dat de vraag of bij een aanbieding van effecten een prospectus algemeen verkrijgbaar moet worden gesteld, in het geheel niet meer afhangt van de persoonlijke omstandigheden van de belegger. Dit brengt mee dat een belegger die voor € 45.000 aandelen wenst te kopen van een uitgevende instelling die effecten aanbiedt met een totale waarde van € 800.000, niet wordt beschermd door een prospectus, terwijl een belegger die voor hetzelfde bedrag aandelen wenst te verkrijgen van een uitgevende instelling die effecten aanbiedt met een totale waarde van € 3.000.000, wel wordt beschermd. Met andere woorden: beleggers die zich in exact dezelfde situatie bevinden, worden niet altijd gelijk beschermd.

Vrijstellingen van de prospectusplicht

Naast de hiervoor besproken uitzonderingen op de prospectusplicht is in artikel 4 van het gewijzigde voorstel een aantal categorieën effecten opgenomen die zijn vrijgesteld van de prospectusplicht. Hierna zal ik deze categorieën globaal bespreken. Ik ga er daarbij van uit dat de effecten niet worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Het aanbieden van de volgende categorieën effecten is vrijgesteld van de prospectusplicht:

1. aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse welke reeds zijn uitgegeven, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal;
2. effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus;
3. effecten die worden aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken zijn bij een fusie, mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus;
4. aandelen die kosteloos worden aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken zijn aan de huidige aandeelhouders, en dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan dividenden worden betaald, mits een document wordt gepubliceerd dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie; en
5. effecten die door de aanbieder of een verbonden onderneming worden aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers, mits een document wordt gepubliceerd dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie.

De vrijstelling genoemd onder 1. vinden wij niet terug in de vrijstellingsregeling Wte 1995. Echter, ik merk op dat het goed mogelijk is dat de uitgifte van aandelen ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse die al zijn uitgegeven, zal kwalificeren als een uitgifte binnen een besloten kring, en om die reden dus zal zijn uitgezonderd van de prospectusplicht.

De onder 2. en 3. genoemde vrijstellingen zijn als zodanig ook niet opgenomen in de vrijstellingsregeling Wte 1995. Ik merk nog op, hoewel dit niet direct terugslaat op het voorgaande, dat de Autoriteit-FM in 2001 een onderzoek heeft ingesteld naar de werking in de praktijk van artikel 3 Wte 1995. Uit dit onderzoek is onder meer naar voren gekomen, zo blijkt uit de (naar aanleiding van dit onderzoek) door de Autoriteit-FM opgestelde nota Inventarisatie Primaire Markt d.d. 31 oktober 2001, dat verschillende marktpartijen het opmerkelijk vinden dat de aanbieding van effecten in het kader van een veilingfusie en een overname die niet bij openbaar bod totstandkomt, niet zijn vrijgesteld van de prospectusplicht.

In de nota Inventarisatie Primaire Markt geeft de Autoriteit-FM vervolgens aan dat voornoemde aanbiedingen van effecten in de 'aangepaste' vrijstellingsregeling (als eerder opgemerkt is de Autoriteit-FM in overleg met het Ministerie van Financiën aangaande de aanpassing van de vrijstellingsregeling Wte 1995) zullen zijn vrijgesteld van de prospectusplicht, indien de participatie per adresant een bepaald bedrag omvat (waarschijnlijk tussen de € 80.000 en € 100.000).

In een andere nota van de Autoriteit-FM d.d. 26 augustus 2002 ten aanzien van interpretaties met betrekking tot emissies en periodieke informatieverplichtingen wordt onder meer bevestigd dat het aanbieden van effecten aan werknemers van de uitgevende instelling wordt aangemerkt als een aanbieding binnen een besloten kring (naar mijn mening geldt dit ook voor een aanbod van effecten aan statutaire bestuurders die geen arbeidsovereenkomst hebben met de uitgevende instelling). Voor een dergelijke aanbieding hoeft dus geen prospectus te worden opgesteld. In de onder 5. genoemde vrijstelling uit het gewijzigde voorstel is eveneens bepaald dat het aanbieden van effecten aan werknemers (en bestuurders) is vrijgesteld van de prospectusplicht, mits een document wordt gepubliceerd dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie. Uit het gewijzigde voorstel blijkt verder dat onder deze vrijstelling ook het aanbieden van effecten aan ex-werknemers valt. Dit is niet overeenkomstig de mening die de Autoriteit-FM ten aanzien van een dergelijke aanbieding is toegedaan. Uit de hiervoor genoemde nota (en de 'circulaire besloten kring' van de Autoriteit-FM) blijkt dat het aanbieden van effecten aan ex-werknemers door de Autoriteit-FM wordt aangemerkt als een aanbieding buiten besloten kring. Voor een dergelijke aanbieding dient onder het huidige regime dus wel een prospectus te worden opgesteld.

In de vrijstelling genoemd onder 4. is het kosteloos aanbieden van aandelen vrijgesteld van de prospectusplicht, tenminste indien een document wordt gepubliceerd dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie. Op grond van artikel 5 van de vrijstellingsregeling Wte 1995 is het aanbieden van aandelen om niet eveneens vrijgesteld van de prospectusplicht (deze vrijstelling is ruimer geformuleerd, nu wordt gesproken van het aanbieden van effecten om niet). Onder de huidige regelgeving kan men van mening verschillen of het uitkeren van dividend in de vorm van aandelen kan worden aangemerkt als een aanbieding om niet. Aan deze

onduidelijkheid komt na implementatie van de richtlijn een einde, nu in het gewijzigde voorstel is bepaald dat het uitrekenen van dividend in de vorm van aandelen is vrijgesteld van de prospectusplicht. In de betreffende vrijstelling is ook verwoord, zo begrijp ik het althans, dat de uitgifte van effecten aan de huidige aandeelhouders van de uitgevende instelling is vrijgesteld van de prospectusplicht. Een dergelijke vrijstelling is niet opgenomen in de vrijstellingsregeling Wte 1995. De Autoriteit-FM is wel van mening dat een aanbieding van effecten aan aandeelhouders van een besloten of naamloze vennootschap die een blokkeringregeling heeft opgenomen in haar statuten, kwalificeert als een aanbieding binnen besloten kring (in welk geval dus geen prospectus hoeft te worden opgesteld). Dit neemt niet weg dat een algemene vrijstelling voor de uitgifte van aandelen aan bestaande aandeelhouders een verruiming van het vrijstellingsregime betekent.

Conclusie

Het gewijzigde voorstel voor de prospectusrichtlijn in zijn huidige vorm heeft na implementatie grote gevolgen voor het aanbiedingsverbod van artikel 3 Wte 1995 en het daarmee samenhangende vrijstellingsregime. De vrijstellingsmogelijkheden zullen aanzienlijk toenemen. De criteria die zullen worden aangelegd om te bepalen of een prospectus vereist is, zijn wellicht makkelijker hanteerbaar, maar de vraag is gewettigd of de hoedanigheid van de belegger (en de bescherming van de belegger) niet te veel uit het oog is verloren.

Uit artikel 29 van het gewijzigde voorstel blijkt dat het de bedoeling is dat de lidstaten uiterlijk 30 juni 2004 aan de richtlijn voldoen. Tegen die tijd zal, als gezegd, naar verwachting de vrijstellingsregeling Wte 1995 zijn gewijzigd. Ik verwacht dat in een aangepaste vrijstellingsregeling al enigszins zal worden ingespeeld op de veranderingen die het van kracht worden van de prospectusrichtlijn mee zal brengen.