

# De herziening van de Prospectusrichtlijn

*Mr. P.J. Schneider en mr. A.M.F. Hakvoort\**

## Inleiding

Op 11 december 2010 is de richtlijn strekkende tot wijziging van de huidige Prospectusrichtlijn<sup>1</sup> gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.<sup>2</sup> De Wijzigingsrichtlijn treedt in werking op de twintigste dag volgend op de dag van publicatie. De lidstaten hebben vervolgens achttien maanden de tijd, tot 1 juli 2012, om de Wijzigingsrichtlijn te implementeren in nationale wet- en regelgeving.

Op grond van de Prospectusrichtlijn diende de Europese Commissie vijf jaar na de inwerkingtreding van de Prospectusrichtlijn<sup>3</sup> de toepassing van de Prospectusrichtlijn te evalueren en, indien de Europese Commissie dat na evaluatie wenselijk achtte, een herzieningsvoorstel in te dienen. Deze evaluatie wees uit dat sommige onderdelen van de Prospectusrichtlijn moesten worden gewijzigd om de toepassing ervan te vereenvoudigen en te verbeteren, de doeltreffendheid ervan te verhogen en het internationale concurrentievermogen van de Europese Unie (hierna: de EU) te bevorderen, om zo bij te dragen aan de vermindering van de administratieve lasten van uitgaande instellingen.<sup>4</sup>

In deze bijdrage beperken wij ons tot het beschrijven van de wijzigingen die relevant zijn voor de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk. Deze bijdrage beoogt derhalve niet een volledig overzicht te geven van alle wijzigingen die de Wijzigingsrichtlijn met zich brengt. Wij zullen bij iedere wijziging die aan de orde komt eerst de situatie op grond van de huidige Nederlandse wet- en regelgeving beschrijven, gevolgd door een uiteenzetting van de, in onze visie, te verwachten wijze van imple-

mentatie ervan in de Nederlandse wet- en regelgeving en de mogelijke gevolgen daarvan voor de kapitaalmarktpraktijk in Nederland. Voor de Prospectusrichtlijn, en zo ook voor de Wijzigingsrichtlijn, geldt het beginsel van maximumharmonisatie. De verwachting is dan ook dat de Wijzigingsrichtlijn conform wordt geïmplementeerd in de Nederlandse wet- en regelgeving.

In de volgende paragrafen zullen achtereenvolgens (1) het huidige prospectusregime naar Nederlands recht kort uit de doeken worden gedaan, (2) de wijzigingen met betrekking tot uitzonderingen en vrijstellingen van de prospectusplicht ter zake van aanbiedingen aan het publiek in Nederland aan bod komen, (3) de wijzigingen die de Wijzigingsrichtlijn bewerkstelligt voor de samenvatting van het prospectus worden behandeld, (4) het verlichte openbaaringsregime voor ondernemingen met beperkte beurswaarde, kleine en middelgrote ondernemingen en vennootschappen die aandelen uitgeven door middel van een claimemissie aan bod komen, (5) enkele overige wijzigingen die van belang zijn voor de Nederlandse praktijk worden uiteengezet, en (6) ten slotte zal een enkele aanpassing in de Transparantierichtlijn,<sup>5</sup> die eveneens volgt uit de Wijzigingsrichtlijn, worden behandeld. Wij besluiten met onze conclusie dat de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk erbij gebaat is indien de Nederlandse wetgever bijzondere aandacht besteedt aan enkele wijzigingen bij de implementatie van de Wijzigingsrichtlijn in de Nederlandse wet- en regelgeving. De Wijzigingsrichtlijn brengt geen materiële wijzigingen met betrekking tot uitzonderingen en vrijstellingen van de prospectusplicht ter zake het doen toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt. Om die reden wordt hieraan geen aandacht besteed in deze bijdrage.

## De huidige situatie naar Nederlands recht

Naar Nederlands recht is het verboden om (1) effecten aan te bieden aan het publiek in Nederland en/of (2) effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglementeerde markt, tenzij ter zake van de aanbieding of toelating een goedgekeurd prospectus algemeen

\* Mr. P.J. Schneider is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh in Amsterdam. Mr. A.M.F. Hakvoort is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh in Amsterdam.

1. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (hierna: de Prospectusrichtlijn).
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 gereglementeerde markt zijn toegelaten (hierna: de Wijzigingsrichtlijn).
3. L 345/64, 31 december 2003.
4. Wijzigingsrichtlijn, overweging 4.

5. Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (hierna: de Transparantierichtlijn).

verkrijgbaar is gesteld. Een uitgevende instelling kan worden uitgezonderd of vrijgesteld van de prospectusplicht die op haar rust op grond van enerzijds de aanbieding aan het publiek in Nederland en anderzijds het doen toelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland. Er kunnen zich derhalve situaties voordoen dat een uitgevende instelling is uitgezonderd van de prospectusplicht voor wat betreft de aanbieding aan het publiek in Nederland, maar desalniettemin een prospectusplicht heeft in verband met het doen toelaten van effecten op een gereglementeerde markt in Nederland.

## Uitzonderingen en vrijstellingen prospectusplicht ter zake een aanbieding aan het publiek

### *Aanbieding aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers*

In Nederland bestaat momenteel geen prospectusplicht indien effecten uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden. De term 'gekwalificeerde belegger' wordt na de herziening nog steeds gehandhaafd, maar de definitie ervan wijzigt. De definitie van gekwalificeerde belegger wordt gelijkgeschakeld met de systematiek van de *Markets in Financial Instruments Directive*.<sup>6</sup> De MiFID (en de Wet op het financieel toezicht (Wft) sinds de implementatie van de MiFID op 1 november 2007) maakt onderscheid tussen niet-professionele beleggers, professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen, waarbij de eerste categorie de meeste bescherming geniet en de laatste categorie de minste bescherming. De MiFID bracht de mogelijkheid voor een belegger om te verzoeken om (1) een hoger beschermingsniveau (*opt down*) en (2) een lager beschermingsniveau (*opt up*). Dit betekent dat met deze wijziging in de Wijzigingsrichtlijn (1) professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen die niet hebben verzocht om als niet-professionele beleggers te worden aangemerkt (*opt down*) en (2) niet-professionele beleggers die verzocht hebben om behandeld te worden als professionele beleggers (*opt up*) zullen worden aangemerkt als gekwalificeerde belegger.

### *Aanbieding aan minder dan 100 (rechts)personen*

Ook bestaat er momenteel geen prospectusplicht indien de effecten aan minder dan 100 (rechts)personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, worden aangeboden. Deze grens van honderd personen wordt na de implementatie van de Wijzigingsrichtlijn in de Wft verhoogd naar 150 (rechts)personen.

### *Grensbetragingen*

In de Prospectusrichtlijn zijn op verschillende plaatsen grensbetragingen opgenomen. De Wijzigingsrichtlijn brengt op drie vlakken wijzigingen aan: ten eerste worden de grensbetragingen verhoogd, ten tweede wordt verduidelijkt dat de grensbetragingen

gen berekend worden op EU-niveau en ten derde krijgt de Europese Commissie de bevoegdheid om de grensbetragingen in de toekomst aan te passen, opdat rekening gehouden kan worden met de technische ontwikkelingen op de financiële markten, met inbegrip van inflatie. Wat betreft de grensbetragingen voor uitzonderingen en vrijstellingen van de prospectusplicht ter zake van aanbiedingen aan het publiek in Nederland brengt de Wijzigingsrichtlijn de volgende wijzigingen met zich:

- Het grensbedrag van een aanbieding van effecten (1) met een tegenwaarde van ten minste EUR 50.000 per belegger of (2) met een nominale waarde per effect van ten minste EUR 50.000 wordt verhoogd naar EUR 100.000. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de grensbetragingen in deze uitzonderingen reeds worden verhoogd naar EUR 100.000 conform de Wijzigingswet financiële markten 2010, die op 2 december jl. is aangenomen door de Tweede Kamer en die naar verwachting zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk 1 januari 2012 in werking zal treden.<sup>7</sup>
- Het grensbedrag van een aanbieding door een kredietinstelling van bepaalde effecten zonder aandelenkarakter met een totale tegenwaarde van minder dan EUR 50 miljoen wordt verhoogd naar EUR 75 miljoen.

### *Werknemersaandelenplannen*

De huidige uitzondering van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten door een werkgever aan werknemers vereist onder meer dat de werkgever reeds effecten heeft doen toelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. De Wijzigingsrichtlijn laat deze voorwaarde vallen, mits de werkgever zetelt in de EU. Werkgevers die buiten de EU zijn gevestigd, kunnen desalniettemin gebruikmaken van de uitzondering, mits de werkgever (1) effecten heeft doen toelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of op een gelijkwaardige markt van een derde land en (2) adequate documentatie beschikbaar stelt in een taal die in internationale financiële kringen gangbaar is. Een markt van een derde land is gelijkwaardig als de Europese Commissie op verzoek van een bevoegde lidstaat een positief besluit heeft genomen inzake de gelijkwaardigheid van het juridische kader en het toezichtskader van de overeenkomstige reglementen van de markt in het betreffende derde land.

## Samenvatting van het prospectus

Op dit moment dient de samenvatting van een prospectus op beknopte wijze en in bewoordingen die voor een redelijk geïnformeerd en zorgvuldig handelend persoon begrijpelijk zijn, te voorzien in de belangrijkste kenmerken van en de risico's verbonden aan (1) de uitgevende instelling, (2) een eventuele garant en (3) de effecten. De Wijzigingsrichtlijn introduceert een nieuw vereiste dat de samenvatting 'kerngegevens' dient te bevatten. Kerngegevens zijn, aldus artikel 1 lid 2 sub a onder ii van de Wijzigingsrichtlijn:

7. Kamerstukken I 2010/11, 32 036, A, p. 12. Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, Het 'wildwest'-bordje, *Ondernemingsrecht* 2010, nr. 37, p. 189-192.

6. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (hierna: de MiFID).

‘essentiële en naar behoren gestructureerde gegevens die aan de belegger moeten worden verstrekt om hem in staat te stellen de aard en de risico’s van de hem aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten effecten te begrijpen en (...) te beslissen welke aanbiedingen van effecten hij nader in beschouwing zal nemen’.

De gegevens die krachtens de Wijzigingsrichtlijn verstrekt moeten worden in verband met de betrokken aanbieding van effecten betreffen de volgende: (1) een korte beschrijving van de risico’s die verbonden zijn aan en de essentiële kenmerken van de uitgevende instelling of van een eventuele garant (inclusief hun passiva, activa en financiële positie), (2) een korte beschrijving van de risico’s die verbonden zijn aan en de essentiële kenmerken van een investering in het betreffende effect (waaronder begrepen de met de effecten verbonden rechten), (3) de algemene voorwaarden van de aanbieding (inclusief een raming van de kosten die de uitgevende instelling of de aanbieder aan de belegger in rekening zal brengen), (4) bijzonderheden over de toelating tot de handel op de gereglementeerde markt en (5) de redenen voor de aanbieding en de bestemming van de opbrengsten.

Voorts dient de samenvatting in een zodanige vorm te worden opgesteld dat het vergelijking met samenvattingen betreffende soortgelijke effecten in de hand werkt. In de Wijzigingsrichtlijn is aan de Europese Commissie de bevoegdheid gegeven een format voor de samenvatting te introduceren.

De vraag rijst in hoeverre de potentiële civiele aansprakelijkheid voor de uitgevende instelling (en onder omstandigheden ook voor de begeleidende banken) verder wordt opgerekt door de wijziging ten aanzien van de samenvatting in het prospectus. Op dit moment kan een persoon niet wettelijk aansprakelijk worden gesteld op basis van de samenvatting alleen, met inbegrip van enigerlei vertaling ervan, tenzij deze misleidend, onjuist of inconsistent is wanneer zij in samenhang met de andere delen van het prospectus wordt gelezen. Met de invoering van de Wijzigingsrichtlijn komt er een extra grondslag voor civiele aansprakelijkheid bij, omdat óók de ‘kernegegevens’ opgenomen dienen te worden in de samenvatting. De Wijzigingsrichtlijn benadrukt echter dat een persoon óók niet wettelijk aansprakelijk kan worden gesteld op basis van de samenvatting alleen, tenzij deze, in combinatie met de andere delen van het prospectus, niet de kernegegevens bevat om beleggers te helpen in het nemen van hun investeringsbeslissing.

### Verlicht openbaarmakingsregime

In de Prospectusverordening<sup>8</sup> heeft de Europese Commissie gedetailleerd omschreven welke gegevens dienen te worden

8. Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opname van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (hierna: de Prospectusverordening).

opgenomen in een prospectus om goedgekeurd te kunnen worden door de bevoegde toezichthouder. In de Wijzigingsrichtlijn heeft de Europese Commissie de bevoegdheid gekregen de Prospectusverordening zo te wijzigen dat op grond van de Prospectusverordening minder informatieverplichtingen gelden voor ondernemingen met een beperkte beurswaarde (zijnde op een gereglementeerde markt geregistreerde ondernemingen die op grond van de eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde beurswaarde hadden van minder dan EUR 100 miljoen), kredietinstellingen die effecten zonder aandelenkarakter uitgeven en kleine en middelgrote ondernemingen. Dientengevolge kan zo’n uitgevende instelling volstaan met het opnemen van minder informatie in het prospectus.

Voorts introduceert de Wijzigingsrichtlijn een verlicht openbaarmakingsregime voor claimemissies die gedaan worden door vennootschappen die onderworpen zijn aan passende voorschriften inzake permanente verstrekking van informatie en aan regels met betrekking tot marktmisbruik (dat wil zeggen genoteerde vennootschappen), mits een dergelijke uitgevende instelling de wettelijke voorkeursrechten niet heeft uitgesloten. In Nederlandse claimemissies wordt het wettelijk voorkeursrecht doorgaans echter uitgesloten. De claimrechten die in een Nederlandse claimemissie worden toegekend aan bestaande aandeelhouders zijn gewoonlijk verhandelbaar, als gevolg waarvan de uiteindelijke houder van een claimrecht aan het einde van de uitoefenperiode een derde (en niet een reeds bestaande aandeelhouder in het kapitaal van de uitgevende instelling) kan zijn. Een wettelijk voorkeursrecht zou eraan in de weg staan dat de claimrechten en de aandelen waarop de claimrechten recht geven in eigendom kunnen worden overgedragen aan derden die geen aandeelhouder zijn.<sup>9</sup> Wettelijke voorkeursrechten worden derhalve doorgaans uitgesloten in een Nederlandse claimemissie om te voorkomen dat een bestaande aandeelhouder alsnog een beroep kan doen op zijn of haar wettelijk voorkeursrecht, ondanks de verhandeling van de claimrechten. De vraag rijst of het verlichte openbaarmakingsregime voor claimemissies toepassing vindt in de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk, nu in beginsel niet wordt voldaan aan de voorwaarde dat het wettelijk voorkeursrecht niet wordt uitgesloten. De toekomst zal uitwijzen of een vennootschap gebruik kan maken van het verlichte regime indien bijvoorbeeld slechts het wettelijk voorkeursrecht wordt beperkt in een Nederlandse claimemissie.

### Overige relevante wijzigingen voor de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk

#### *Buiten de reikwijdte van de Prospectusrichtlijn*

Effecten die deel uitmaken van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde minder dan EUR 2,5 miljoen bedraagt, vallen buiten de reikwijdte van de Prospectusrichtlijn. In Nederland is ervoor gekozen om deze bepaling op te nemen als vrijstelling

9. R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse markt*, Deventer: Kluwer 2003, p. 24.

in artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft. De Wijzigingsrichtlijn verhoogt dit grensbedrag tot EUR 5 miljoen en verduidelijkt bovendien dat het EU-breed dient te worden geïnterpreteerd. Naar verwachting zal de Vrijstellingsregeling Wft conform worden aangepast. Bovendien zij nog opgemerkt dat vanaf de inwerkingtreding van de Wijzigingswet financiële markten 2010<sup>10</sup> artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft zal wijzigen door reeds dan te verduidelijken dat deze vrijstelling niet alleen EU-breed, maar ook concernbreed geïnterpreteerd dient te worden, echter beperkt tot één categorie-effect.<sup>11</sup>

### *Geldigheid en publicatie prospectus*

Op dit moment is een prospectus geldig gedurende twaalf maanden na algemeen verkrijgbaarstelling. In de Wijzigingsrichtlijn wordt het beginpunt van de geldigheidstermijn verduidelijkt en begint de termijn van twaalf maanden te lopen vanaf de dag van goedkeuring van het prospectus.

Een uitgevende instelling heeft momenteel een vijftal alternatieven voor de wijze van algemeen verkrijgbaarstelling van het goedgekeurde prospectus. Teneinde de toegang tot informatie voor beleggers te verbeteren, is een verplichting opgenomen in de Wijzigingsrichtlijn dat het prospectus altijd wordt gepubliceerd in elektronische vorm. Indien de uitgevende instelling ervoor kiest om het prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen door middel van een advertentie in een landelijk gepubliceerd dagblad of in de vorm van een gratis beschikbaar gesteld drukwerk dient de uitgevende instelling het prospectus ook (cumulatief) op de website beschikbaar te stellen.

### *Aanvullend prospectus en het herroepings- of ontbindingsrecht*

Op dit moment dient een aanvullend prospectus te worden gepubliceerd indien tussen het tijdstip van goedkeuring van een prospectus en (1) het tijdstip waarop de handel in de desbetreffende effecten op een in Nederland gelegen of functionerende gereglementeerde markt aanvangt of (2) de aanbieding van de desbetreffende effecten aan het publiek in Nederland wordt afgesloten zich een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet die verband houdt met de informatie in het goedgekeurde prospectus of indien in het prospectus een materiële vergissing of onjuistheid wordt geconstateerd die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten. De Wijzigingsrichtlijn verduidelijkt dat het latere moment van ofwel de definitieve afsluiting van de aanbieding aan het publiek in Nederland ofwel, voor zover van toepassing, de aanvang van de handel in de effecten op een gereglementeerde markt in Nederland doorslaggevend is voor het bepalen of een aanvullend prospectus algemeen verkrijgbaar gesteld dient te worden.

Na het algemeen verkrijgbaar stellen van een aanvullend prospectus heeft de belegger gedurende twee werkdagen het recht

om het aanbod tot het nemen van effecten te herroepen of om de overeenkomst inzake het kopen of verkrijgen van effecten te ontbinden. Doorgaans zijn kapitaalmarkttransacties in Nederland op een zodanige wijze gestructureerd dat de uitgevende instelling een uitnodiging tot het doen van een aanbod doet en een belegger, via de boekbuilding-methode, een herroepelijk aanbod doet om de effecten te kopen, welk aanbod de uitgevende instelling op de datum van allocatie al dan niet aanvaardt, als gevolg waarvan dan pas wilsovereenstemming tot stand komt. Dientengevolge brengt het herroepings- of ontbindingsrecht van een belegger in de gebruikelijke Nederlandse situatie slechts een onzekerheid voor de uitgevende instelling indien een aanvullend prospectus algemeen verkrijgbaar gesteld wordt tussen het moment van allocatie (dat wil zeggen aanvaarding door de uitgevende instelling van het herroepelijke aanbod van de belegger) en het moment van aanvang van de handel van de effecten op een gereglementeerde markt in Nederland. De Wijzigingsrichtlijn brengt verduidelijking ten aanzien van de duur van de herroepings- of ontbindingsstermijn, maar voor de Nederlandse kapitaalmarktpraktijk zal dit, naar verwachting, niet tot wijziging leiden. Echter, de exacte aanvang van de tweedagentermijn zou wellicht meer *guidance* behoeven. Er bestaat bijvoorbeeld enige onduidelijkheid of deze termijn direct ingaat op het moment van publicatie van het aanvullend prospectus en duurt tot datzelfde tijdstip twee werkdagen later, of dat het tijdstip van publicatie geen invloed heeft omdat de belegger hoe dan ook de volledige twee werkdagen na de dag van publicatie een herroepings- of ontbindingsrecht heeft.

### *Definitieve voorwaarden*

Bij bepaalde effecten zonder aandelenkarakter bestaat de mogelijkheid te kiezen voor een basisprospectus. Het basisprospectus biedt aan de uitgevende instelling de mogelijkheid om de definitieve voorwaarden van een aanbieding van effecten op een later moment vast te stellen dan het moment van goedkeuring van het basisprospectus. Het afzonderlijke document, waarin de definitieve voorwaarden zijn opgenomen, hoeft niet te worden goedgekeurd door de AFM, maar slechts bij de AFM te worden gedeponereerd. De Wijzigingsrichtlijn verduidelijkt welke informatie in de definitieve voorwaarden mag worden opgenomen. In het prospectus wordt het registratiedocument onderscheiden van de verrichtingsnota. Het registratiedocument geeft informatie over de uitgevende instelling en de verrichtingsnota bevat gegevens over de effecten die worden aangeboden aan het publiek en/of worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. De definitieve voorwaarden mogen uitsluitend gegevens bevatten die betrekking hebben op de verrichtingsnota en mogen niet worden gebruikt om het registratiedocument aan te vullen. Voor de Nederlandse situatie zal dit niet tot wijziging leiden.

Bovendien brengt de Wijzigingsrichtlijn een verplichting met zich voor de uitgevende instelling om de definitieve voorwaarden ook te deponeren bij eventuele toezichthouders van ontvange lidstaten.

10. Kamerstukken I 2010/11, 32 036, A.

11. Wijzigingsregeling financiële markten 2010, Srct. 2009, 20007, 22 december 2009.

## *Europees paspoort*

Op dit moment kan een uitgevende instelling de AFM verzoeken een prospectus, dat door de AFM is goedgekeurd, te laten 'paspoorten'. 'Paspoorten' betekent dat de bevoegde toezichthouder van de lidstaat van herkomst een verklaring naar bevoegde toezichthouders in lidstaten van ontvangst stuurt waarin hij verklaart dat het prospectus in overeenstemming met de Prospectusrichtlijn is opgesteld. Indien een prospectus is 'gepaspoort', en mits aan eventuele lokale publicatieverplichtingen is voldaan, mogen de effecten in de betreffende lidstaat van ontvangst worden aangeboden aan het publiek, alsook worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in die lidstaat van ontvangst. Het is nu echter niet goed inzichtelijk voor de uitgevende instelling wanneer het prospectus precies is 'gepaspoort'. De Wijzigingsrichtlijn introduceert een verplichting voor de toezichthouder die verantwoordelijk is voor de goedkeuring van het prospectus om niet alleen de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst, maar ook – gelijktijdig – de uitgevende instelling in kennis te stellen van het feit dat het prospectus is 'gepaspoort'.

## **Transparantierichtlijn**

De Wijzigingsrichtlijn brengt ook enkele wijzigingen in de Transparantierichtlijn met zich. Op grond van de Transparantierichtlijn rusten op een uitgevende instelling waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt doorlopende openbaarmakingsverplichtingen. Net als de Prospectusrichtlijn bevat de Transparantierichtlijn enkele grensbedragen die een uitzondering bieden voor bepaalde openbaarmakingsverplichtingen. De wijzigingen in de Transparantierichtlijn zien met name op de verhoging van gehanteerde grensbedragen van EUR 50.000 naar EUR 100.000 conform de gewijzigde grensbedragen in de Wijzigingsrichtlijn. Slechts uitgiftes van obligaties met een coupuregrootte van ten minste EUR 50.000 elk die vóór 31 december 2010 tot de handel op een gereglementeerde markt in een lidstaat zijn toegelaten, worden *gegrandfathered*. Om te voorkomen dat zwaardere openbaarmakingsverplichtingen zullen rusten op een uitgevende instelling na implementatie van de Wijzigingsrichtlijn in de Nederlandse wet- en regelgeving is het derhalve van belang dat uitgevende instellingen die voornemens zijn dergelijke 'grote coupure'-obligaties uit te geven reeds vanaf 1 januari 2011 een coupuregrootte van EUR 100.000 per obligatie hanteren.

## **Conclusie**

Veel van de wijzigingen die de Wijzigingsrichtlijn met zich brengt, resulteren in een verdere verduidelijking van bestaande bepalingen in de Prospectusrichtlijn of nemen onduidelijkheden weg die onder de Prospectusrichtlijn bestonden. Een enkele wijziging leidt echter mogelijk tot onduidelijkheid in het Nederlandse regime. Zo is het bijvoorbeeld nog onduidelijk of het verlichte openbaarmakingsregime toepassing vindt in Nederlandse claimmissies indien de wettelijke voorkeursrechten niet uitgesloten, maar slechts beperkt worden. Ook is meer duidelijkheid gewenst over het moment waarop de twee-

dagenperiode aanvangt waarbinnen een belegger gebruik kan maken van zijn herroepings- of ontbindingsrecht na de publicatie van een aanvullend prospectus. Ons inziens doet de Nederlandse wetgever er goed aan om deze mogelijke onduidelijkheden weg te nemen in het wetgevingsproces ter implementatie van de Wijzigingsrichtlijn in de Nederlandse wet- en regelgeving. Ten slotte is van belang voor uitgevende instellingen die voornemens zijn 'grote coupure'-obligaties uit te geven, dat reeds per 1 januari 2011 een coupuregrootte van EUR 100.000 per obligatie dient te worden gehanteerd, opdat wordt voorkomen dat de uitgevende instelling onderhevig wordt aan een stringenter transparantieregime vanaf implementatie van de Wijzigingsrichtlijn.