

Ministerie van Financiën
T.a.v. Directie Financiële Markten
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Den Haag, 4 februari 2016

Ref: B16.05

Betreft: Voorstel voor een Prospectusverordening (COM(2015) 583 final)

Geachte heer/mevrouw,

Graag maakt Eumedion van de gelegenheid gebruik om te reageren op het op 30 november 2015 door de Europese Commissie gepubliceerde voorstel voor een Prospectusverordening (hierna: conceptverordening).¹ Met de conceptverordening zal de bestaande Prospectusrichtlijn² komen te vervallen. De meeste van de nieuwe elementen van de conceptverordening kunnen op onze steun rekenen. Dit betreft in het bijzonder de voorstellen om de structuur van de samenvatting te uniformeren en het aantal risicofactoren dat daarin genoemd mag worden te beperken tot de vijf belangrijkste (conceptartikel 7), de voorgestelde rangschikking van de risicofactoren (conceptartikel 16), de uitbreiding van de informatie die mag worden opgenomen door middel van verwijzing (conceptartikel 18), het voorstel voor een Europees online opslagmechanisme met zoekfunctie dat beleggers kosteloos kunnen gebruiken (conceptartikel 20) en de voorgestelde harmonisatie van het handhavinginstrumentarium van de toezichthouders (conceptartikelen 30 en 36).

Bij enkele onderdelen van de conceptverordening hebben wij grote bedenkingen. Het betreft in het bijzonder:

¹ COM(2015) 583 final.

² 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 (Pb.EU L345/64). Deze richtlijn is gewijzigd door 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 (PbEU L 327/1).

- 1) De uitbreiding van het aantal vervolgemissies waarvoor de prospectusplicht niet geldt (conceptartikel 1, lid 4). Dit vormt een onwenselijke uitholling van de beleggersbescherming. Eumedion vindt dat de bestaande uitzondering voor vervolgemissies en het voorgestelde verlichte openbaarmakingsregime voor secundaire uitgiften (conceptartikel 14) volstaan.
- 2) De 'vrijstelling' van de plicht om de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving separaat te publiceren bij gebruik van een universeel registratiedocument (conceptartikel 9, lid 12). Opname van deze informatie in een universeel registratiedocument maakt deze informatie onnodig ontoegankelijk. Eumedion adviseert om deze 'vrijstelling' te schrappen.

Sommige onderdelen van de conceptverordening dienen te worden versterkt, waaronder:

- 1) Het aansprakelijkheidsregime voor de samenvatting dient te worden uitgebreid (conceptartikelen 7 en 11). Gelet op het belang van de samenvatting voor beleggers, zou het ook mogelijk moeten zijn om de opstellers daarvan aansprakelijk te stellen indien de samenvatting op zichzelf gezien niet accuraat, niet waarheidsgetrouw, onduidelijk of misleidend is.
- 2) Het prospectus zou op gedifferentieerde wijze transparant moeten maken welke *fee*afspraken zijn gemaakt met de banken, de adviseurs en de beurs, inclusief de toepasselijke criteria en maximumhoogte voor de variabele delen van de vergoeding. Transparantie over de *fees* kan deze proportioneel maken en daarmee bijdragen aan het verlagen van de drempel voor uitgevende instellingen om toe te treden tot de publieke aandelenmarkt.

Hieronder lichten wij onze belangrijkste aandachtspunten toe.

Uitzonderingen prospectusplicht

Eén van de doelstellingen van de conceptverordening is de verlaging van de administratieve lasten voor de opstellers van prospectussen. Gelet hierop bevat de conceptverordening onder meer een uitbreiding van het aantal vervolgemissies waarvoor de prospectusplicht niet geldt. De conceptverordening is niet van toepassing op het toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt die over een periode van twaalf maanden minder dan 20 procent vertegenwoordigen van 'vergelijkbare' effecten die reeds tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (conceptartikel 1, lid 4, onder a en b).³ De prospectusrichtlijn bevat een soortgelijke uitzondering, zij het dat het percentage nu op 10 procent ligt.⁴ Eumedion heeft grote moeite met de voorgestelde verhoging van het percentage tot 20 procent en adviseert om het thans geldende percentage van 10 procent te behouden. Een verhoging van het percentage leidt tot een uitholling van de beleggersbescherming, hetgeen haaks staat op de ratio van de prospectusplicht.

Bij grote beursvennootschappen loopt een emissie van 20% van het geplaatste kapitaal al gauw in de miljarden.⁵ De voorgestelde verhoging van het percentage van 10 naar 20 maakt het mogelijk dat er ten opzichte van de huidige situatie twee keer zoveel nieuw kapitaal zonder vervolgspectus kan

³ Hieronder vallen ook aandelen die voortkomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van rechten verbonden aan andere effecten.

⁴ Art. 4, lid 2, onderdeel a, prospectusrichtlijn en art. 5:4, lid 1, onderdeel a, Wft.

⁵ Een emissie van 20% van het geplaatste kapitaal zou voor een vennootschap als ING Groep betekenen dat zij zonder enige transparantie € 9 miljard aan nieuw kapitaal zou kunnen ophalen en ASML Holding € 6,5 miljard (gerekend met de slotkoersen van 13 januari 2016).

worden opgehaald.⁶ Eumedion vindt het onwenselijk dat miljarden aan nieuw kapitaal kan worden opgehaald zonder voorafgaande transparantie richting beleggers over het doel van de omvangrijke emissie. Wij vragen ons sterk af hoe een institutionele belegger nog serieus vorm kan geven aan zijn controlerende rol als hij verstoken blijft van de informatie over de besteding van het geëmitteerde bedrag. Overigens is een verhoging van het percentage ook helemaal niet nodig. De beoogde lastenverlichting voor de opstellers van prospectussen bij vervolgemissies wordt al bereikt door het voorgestelde verlichte openbaarmakingsregime voor secundaire uitgaven (conceptartikel 14).

Bovendien staat het ook helemaal niet vast dat de voorgestelde verhoging zal bijdragen aan een verbeterde toegang tot kapitaal. De bevoegdheid tot emissie ligt bij de algemene vergadering, maar in de praktijk wordt deze bevoegdheid vaak gedelegeerd aan het bestuur (art. 2:96 BW). In Nederland is het *market practice* om het bestuur te machtigen om maximaal 10% aan gewone aandelen uit te geven (bijvoorbeeld voor een personeelsparticipatieplan of voor een solvabiliteitsversterking) en dit maximum met 10% te verhogen in het geval van een fusie of overname.⁷ Het valt niet uit te sluiten dat aandeelhouders niet bereid zullen zijn om een emissiemachtiging af te geven voor de uitgifte van 20% van de aandelen, zonder dat op voorhand concreet wordt op welke wijze die 20% extra aandelen wordt aangewend. Daarnaast heeft Eumedion twijfels bij de tamelijk ruim geformuleerde delegatiegrondslag uit conceptartikel 1, lid 5. Hierdoor wordt het mogelijk om via een gedelegeerde handeling het aantal aanbiedingen van effecten waarvoor geen prospectusplicht geldt uit te breiden. Dit kan ertoe leiden dat beleggers op grotere schaal belangrijke informatie voor beleggingsbeslissingen wordt onthouden.

‘Vrijstelling’ van de separate openbaarmaking van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving

Een uitgevende instelling met een universeel registratiedocument wordt geacht te voldoen aan de verplichting om de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving openbaar te maken indien dat document:

- a) de informatie bevat die moet worden opgenomen in de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving en
- b) binnen de termijn die geldt voor openbaarmaking van de (half)jaarlijkse verslaggeving openbaar wordt gemaakt (conceptartikel 9, lid 12). Hoewel Eumedion in algemene zin de doelstelling steunt om meer overeenstemming te creëren tussen de Europese prospectusregels en andere Europese openbaarmakingsregels, is Eumedion geen voorstander deze ‘vrijstelling’.

Opname van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving in een universeel registratiedocument (in plaats van in een separaat document) maakt deze informatie onnodig ontoegankelijk. Het risico bestaat namelijk dat uitgevende instellingen de informatie ‘uitsmeren’ over het universele registratiedocument. Dit verlaagt – ondanks het voorstel om een lijst met kruisverwijzingen op te nemen (conceptartikel 9, lid 12, derde alinea) – de vergelijkbaarheid van de financiële prestaties van uitgevende instellingen door beleggers. Een ander punt is dat de uitgevende instelling na deponering van het universele registratiedocument de daarin vervatte informatie te allen tijde mag actualiseren (conceptartikel 9, lid 7). Dit betekent dat ook de daarin opgenomen financiële informatie tussentijds kan worden aangepast. Van een belegger mag worden verwacht dat hij weet wanneer de separate

⁶ Tenzij een dergelijke toelating wordt gecombineerd met een binnen het toepassingsbereik van de conceptverordening vallende aanbieding aan het publiek.

⁷ http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2009_delegatie_emissiebevoegdheid.pdf.

(half)jaarlijkse financiële verslaggeving wordt gepubliceerd. Van hem kan echter niet worden verwacht dat hij steeds nagaat of de in het universele registratiedocument opgenomen financiële informatie nog steeds actueel is. Eumedion is daarom voorstander van de separate publicatie van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving. Nog afgezien van het voorgaande lijkt de voorgestelde 'vrijstelling' ook op gespannen voet te staan met de (door ons onderschreven) notie in het *Toelichting* dat het prospectus een aanvulling is op de lopende en specifieke rapportageverplichtingen uit onder meer de richtlijn transparantie.⁸

Daarnaast heeft de opname van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving in een universeel registratiedocument gevolgen voor de accountantscontrole. Voorwaarde voor het gebruik van de 'vrijstelling' is dat het universele registratiedocument onder meer een door een accountant gecontroleerde jaarrekening bevat. Het gevolg hiervan is dat de accountant een apart soort controleverklaring zal moeten gaan afgeven bij het universele registratiedocument. Dit zal verwarring onder beleggers in de hand werken over welke informatie uit het universele registratiedocument wel en welke informatie niet door de account is gecontroleerd.

Vanuit het oogpunt van overzichtelijkheid en gebruikersvriendelijkheid pleit Eumedion er daarom voor om de 'vrijstelling' van de separate openbaarmaking van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving te schrappen. Met het oog op de beperking van de administratieve lasten voor de opstellers van een universeel registratiedocument is zo'n 'vrijstelling' ook helemaal niet nodig. In het universele registratiedocument zou de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving door middel van een verwijzing kunnen worden opgenomen. Deze aanpak sluit ook aan bij het door de Europese Commissie geformuleerde uitgangspunt dat het prospectus complementair van aard is.

Vergroting informatiewaarde prospectus

In de praktijk is het prospectus geworden tot een document dat door uitgevende instellingen wordt gebruikt om aansprakelijkheid te voorkomen. Met het oog hierop bevatten prospectussen veelal omvangrijke opsommingen met risicofactoren (zowel specifiek als algemeen van aard). Zo werden er in het prospectus voor de beursgang van ABN AMRO Group maar liefst 73 risicofactoren genoemd. Eumedion is groot voorstander van het voorstel om het aantal risicofactoren in het prospectus te beperken en deze factoren te rangschikken op basis van de waarschijnlijkheid dat het risico zich voordoet en de verwachte negatieve impact bij het zich voordoen van het risico (conceptartikel 16). Het prospectus wint daarmee aan informatiewaarde voor potentiële beleggers.

Uit de bijlagen bij de conceptverordening blijkt welke informatie moet worden opgenomen in het prospectus, het registratiedocument en de verrichtingsnota. Hieronder vallen onder meer de kosten van de uitgifte. De kosten van een uitgifte bestaan naast de *listing fee* voornamelijk uit *fees* aan banken en adviseurs (zoals accountants en advocaten). Deze *fees* bestaan vaak uit een vast deel en variabel deel. Teneinde de kosten van een uitgifte proportioneler en transparanter te maken, is Eumedion er voorstander van dat in het prospectus op gedifferentieerde wijze transparant wordt

⁸ Toelichting op de conceptverordening (p. 5).

gemaakt welke *feef*afspraken zijn gemaakt met de banken, de adviseurs en de beurs, inclusief de toepasselijke criteria en maximumhoogte voor de variabele delen van de vergoeding.⁹

Samenvatting

De conceptverordening (conceptartikel 7) stelt eisen aan de samenvatting. Eumedion verwelkomt dat de samenvatting in het vervolg dient te bestaan uit vier onderdelen (lid 4) en dat daarin niet meer dan de vijf belangrijkste risicofactoren verbonden aan de uitgevende instelling respectievelijk de effecten mogen worden opgenomen (lid 6 en 7). Dit komt de inzichtelijkheid en vergelijkbaarheid van de samenvattingen ten goede. Gelet op de zelfstandige leesbaarheid van de samenvatting, steunt Eumedion de handhaving van het verbod om in de samenvatting informatie door middel van verwijzing op te nemen (lid 10).

Hoewel Eumedion voorstander is van een beperking van de lengte van de samenvatting, vragen wij ons af of de voorgestelde beperking tot maximaal 6 A4 niet te ver doorschiet. De samenvatting is voor beleggers een belangrijke informatiebron voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Zij bevat namelijk de belangrijkste kenmerken van en risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant, en de effecten. Het gevaar bestaat dat de voorgeschreven maximumlengte door uitgevende instellingen zal worden gebruikt als 'excuus' om voor beleggers relevante informatie niet op te nemen in de samenvatting. Dit doet afbreuk aan het uitgangspunt van beleggersbescherming. Eumedion kan zich daarom wel wat voorstellen bij een wat meer *principle based* aanpak in plaats van een maximering van het aantal pagina's.

De samenvatting kan uitsluitend in samenhang met de andere onderdelen van het prospectus tot aansprakelijkheid leiden (conceptartikel 7, lid 5 en conceptartikel 11, lid 1). Hier is sprake van indien de samenvatting gelezen in samenhang met de andere delen van het prospectus a) misleidend, onjuist of inconsistent is of b) niet de kerngegevens bevat om beleggers te helpen wanneer zij overwegen in die effecten te investeren. Conceptartikel 7, lid 2, bepaalt dat de inhoud van de samenvatting "*accuraat, waarheidsgetrouw, duidelijk en niet misleidend*" moet zijn. Gelet op het belang van de samenvatting voor beleggers, menen wij dat het ook mogelijk zou moeten zijn om de opstellers daarvan aansprakelijk te stellen indien de samenvatting op zichzelf bezien niet voldoet aan voornoemde vereisten.

Nog afgezien van het voorgaande zou op zijn minst de formulering van het aansprakelijkheidsregime voor de samenvatting (conceptartikel 11, tweede alinea) moeten aansluiten bij de eisen die worden gesteld aan de inhoud van de samenvatting (conceptartikel 7, lid 2). De huidige formulering kan vragen oproepen over de exacte reikwijdte van dat aansprakelijkheidsregime, hetgeen vanuit het oogpunt van rechtszekerheid onwenselijk is.

⁹ Zie ook: <http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/position-papers/position-paper-toekomst-nederlandse-aandelenmarkt.pdf>.

Opnemen van informatie door middel van verwijzing (*incorporation by reference*)

Eumedion is er voorstander van dat bepaalde informatie die reeds openbaar is gemaakt niet nogmaals integraal in het prospectus wordt opgenomen maar dat deze informatie wordt opgenomen door middel van een verwijzing. De informatie die in het prospectus mag worden opgenomen door middel van een verwijzing wordt in conceptartikel 18 uitgebreid. Dit vergroot de inzichtelijkheid van het prospectus. Eumedion steunt daarom de voorgestelde uitbreiding.

Publicatie van het prospectus

Eumedion kan zich vinden in het schrappen van twee opties voor publicatie van een goedgekeurd prospectus (namelijk publicatie in een landelijk verspreid dagblad en een drukwerk dat kosteloos kan worden verkregen). Daarnaast verwelkomt Eumedion het online opslagmechanisme met zoekfunctie dat door ESMA zal worden ontwikkeld en dat door aandeelhouders kosteloos zal kunnen worden gebruikt (conceptartikel 20, lid 6). Eumedion heeft nog wel een wat meer technische opmerking. Conceptartikel 20, lid 7 bepaalt dat alle goedgekeurde prospectussen ten minste tien jaar na de publicatie op de in lid 2 en 6 van dat artikel bedoelde websites moeten blijven staan. Het is Eumedion niet helemaal duidelijk of deze bewaartermijn ook geldt voor de informatie die in het prospectus is opgenomen door middel van verwijzing. Eumedion meent dat dat wel het geval zou moeten zijn en adviseert om dat in de conceptverordening te verduidelijken.

Universeel registratiedocument

Een van de vernieuwingen van de conceptverordening betreffen de bepalingen over het zogenoemde universele registratiedocument (conceptartikel 9). Een uitgevende instelling waarvan het universele registratiedocument drie achtereenvolgende jaren is goedgekeurd, mag in de opvolgende jaren een registratiedocument deponeren zonder voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder (conceptartikel 9, lid 2). Het is ons niet helemaal duidelijk wat de verhouding is tussen deze bepaling en conceptartikel 10, lid 2. Wij begrijpen de conceptverordening zo dat wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt het document alsnog *ex ante* door de toezichthouder moet worden goedgekeurd (conceptartikel 10, lid 2). Een andere uitleg zou tot het onwenselijke resultaat leiden dat effecten kunnen worden aangeboden aan het publiek zonder een vooraf goedgekeurd prospectus. Dit staat haaks op de ratio van de prospectusplicht, te weten beleggersbescherming.¹⁰ Eumedion adviseert om de verhouding tussen beide bepalingen te verduidelijken.

De toezichthouder heeft de vrijheid om de inhoud van het universeel registratiedocument dat zonder voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder is gedeponeerd te toetsen, maar is hiertoe niet verplicht (conceptartikel 9, lid 8). Beleggers moeten kunnen vertrouwen op de juistheid van de in voornoemde registratiedocumenten opgenomen informatie. Eumedion pleit er daarom voor om het universele registratiedocument periodiek (bijvoorbeeld elke drie of vijf jaar) te laten goedkeuren door de toezichthouder.

¹⁰ Zie bijvoorbeeld overweging 7 van de conceptverordening.

Lastenverlichting MKB-ondernemingen

Eumedion richt zich – gezien haar doelstelling – in het bijzonder op beursvennootschappen. De voorgestelde op maat gesneden prospectus voor MKB-ondernemingen is voor ons daarom in beginsel niet het meest dwingende punt. Eumedion ondersteunt het uitgangspunt dat dit verlichte prospectusregime niet geldt voor MKB-ondernemingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (conceptartikel 15, lid 1). In overweging 45 wordt terecht opgemerkt dat beleggers op gereguleerde markten erop moeten kunnen vertrouwen dat de uitgevende instellingen waarin zij beleggen onderworpen zijn aan één set openbaarmakingsregels, ongeacht de omvang van die instelling.

Wij geven u in overweging bovengenoemde punten te betrekken bij de Nederlandse inbreng in de vergaderingen van de Raadswerkgroep over de voorstellen. Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Voor de goede orde merken wij op dat een kopie van deze brief is gezonden aan de rapporteur van het Europees Parlement, de Nederlandse leden van het Europese Parlement en de Permanente Vertegenwoordiging in Brussel.

Met vriendelijke groet,

Drs. Rients Abma
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7
2596 AL DEN HAAG