
Vergaderjaar 2015–2016

22 112

Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven van de lidstaten van de Europese Unie

Nr. 2051

BRIEF VAN DE MINISTER VAN BUITENLANDSE ZAKEN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 11 januari 2016

Overeenkomstig de bestaande afspraken ontvangt u hierbij een fiche, dat werd opgesteld door de werkgroep Beoordeling Nieuwe Commissievoorstellen (BNC).

Fiche: Voorstel voor een verordening betreffende het prospectus

De Minister van Buitenlandse Zaken,
A.G. Koenders

1. Algemene gegevens

- a) *Titel voorstel*
Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten.
- b) *Datum ontvangst Commissiedocument*
30 november 2015
- c) *Nr. Commissiedocument*
COM(2015) 583
- d) *EUR-Lex*
http://eur-lex.Europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF
http://eur-lex.Europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_2&format=PDF
- e) *Nr. impact assessment Commissie en Opinie Impact-assessment Board*
SWD(2015) 255
<http://eur-lex.Europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=SWD:2015:255:FIN&qid=1449048535372&from=EN>
- f) *Behandelingstraject Raad*
Ecofin raad
- g) *Eerstverantwoordelijk ministerie*
Ministerie van Financiën
- h) *Rechtsbasis*
Het voorstel is gebaseerd op artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU).
- i) *besluitvormingsprocedure Raad*
Gekwalificeerde meerderheidsbeslissing in de Raad.
- j) *rol Europees Parlement*
Medebeslissing door het Europees Parlement, volgens de gewone wetgevingsprocedure.

2. Essentie voorstel

• Inhoud voorstel

Als onderdeel van het actieplan van de Europese Commissie om te komen tot een Europese kapitaalmarktunie wordt de Prospectusrichtlijn¹ herzien. Het voorstel dat de Commissie heeft gepresenteerd moet bijdragen aan een geharmoniseerd prospectusregime binnen de EU. Doel van de herziening is om voor verschillende typen uitgevende instellingen een passend prospectusregime te creëren, dat aansluit bij hun specifieke behoeften en bij de marktomstandigheden, waarbij tegelijkertijd het prospectus een waardevoller instrument wordt voor de belegger.

Ondernemingen die effecten (aandelen of obligaties) aan het publiek willen aanbieden of willen noteren op een gereguleerde markt zijn verplicht om een goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen aan het publiek. Het prospectus dient alle relevante informatie over de uitgevende instelling en de aangeboden effecten te bevatten, zodat de

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 hand/el worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, zoals gewijzigd door Richtlijn 2008/11/EG van 11 maart 2008, door Richtlijn 2010/73/EG van 24 november 2010, door Richtlijn 2010/78/EG van 24 november 2010, door Richtlijn 2013/50/EG van 22 oktober 2013 en door Richtlijn 2014/51/EG van 16 april 2014.

belegger in staat wordt gesteld met voldoende kennis van zaken zijn beleggingsbeslissing te nemen.

De Commissie geeft aan dat het huidige raamwerk als een barrière wordt gezien door (potentiële) uitgevende instellingen en niet effectief genoeg is om toegang tot de kapitaalmarkt te verkrijgen. Met name het langdurige, complexe en kostbare proces om een prospectus op te stellen en te laten goedkeuren door de toezichthouder ziet de Commissie als een tekortkoming. Het is van belang dat het prospectus geen belemmering voor uitgevende instellingen vormt om financiering op de kapitaalmarkt op te halen. Met name het midden- en kleinbedrijf (mkb) kan worden ontmoedigd de kapitaalmarkt te betreden indien de administratieve belasting en kosten van het opstellen van het prospectus te groot zijn. Het voorstel moet het ophalen van geld op de kapitaalmarkt door ondernemingen vergemakkelijken, waarbij tegelijkertijd het prospectus voldoende informatie aan de belegger blijft verschaffen op basis waarvan deze een verantwoorde beleggingsbeslissing kan nemen. Het voorstel focust zich daarbij op vier typen uitgevende instellingen, te weten:

1. Uitgevende instellingen die al zijn genoteerd op een gereglementeerde markt of op een mkb-groeimarkt, die aanvullend kapitaal willen ophalen door middel van een secundaire uitgifte;
2. Mkb-ondernemingen²;
3. Uitgevende instellingen die doorlopend uitgeven; en
4. Uitgevende instellingen van obligaties met een waarde van ten minste € 100.000 per obligatie.

Ad 1.) Ondernemingen die middels een secundaire uitgifte aanvullend kapitaal willen ophalen, kunnen onder het nieuwe voorstel kiezen om een prospectus op te stellen onder een verlicht regime. Dit regime houdt in dat voor dit soort uitgiften niet een volledig prospectus hoeft te worden opgesteld, maar dat volstaan kan worden met een prospectus dat enkel financiële informatie bevat van het afgelopen jaar. Wel dient de initiële uitgifte minstens 18 maanden genoteerd te zijn op een gereglementeerde markt of op een mkb-groeimarkt. In die periode heeft een onderneming namelijk al een jaarrekening gepubliceerd en laten zien dat het aan de verschillende vereisten voor beursgenoteerde ondernemingen kan voldoen.

Ad 2.) Het voorstel van de Commissie bevat een prospectusregime voor het mkb. Dit regime houdt in dat het mkb onder een verlicht prospectus mag uitgeven wanneer zij financiering op de kapitaalmarkt aantrekt. Dit prospectus moet gericht zijn op informatie die materieel en relevant is voor een onderneming van de omvang van de mkb-onderneming die de uitgifte doet. In het voorstel van de Commissie wordt de invulling van dit regime gedelegeerd aan de Europese Commissie.

Het voorstel bevat voorts een verhoging van de vrijstellingsgrens waar vaak gebruik van wordt gemaakt door het mkb. Onder het huidige regime bestaat er een prospectusplicht voor aanbiedingen met een totaalwaarde van meer dan € 5 miljoen over een periode van 12 maanden. Het regime bevat de optie voor lidstaten om deze drempel lager te leggen. Deze drempel mag echter niet lager zijn dan € 100.000. In het voorstel wordt

² Onder mkb-ondernemingen worden onder de nieuwe verordening geschaard: (a) ondernemingen die, afgaande op hun laatste (geconsolideerde) jaarrekening aan minstens twee van de volgende drie criteria voldoen: (i) een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250, een balanstotaal van maximaal € 43 miljoen, en een jaarlijkse netto-omzet van maximaal € 50 miljoen, of (b) mkb-ondernemingen als bedoeld in artikel 4(1)(13) van Richtlijn 2014/65/EU, te weten ondernemingen die op de grondslag van de eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde marktkapitalisatie hadden van minder dan € 200 miljoen.

deze ondergrens verhoogd naar € 500.000. Onder die grens mag – met het oog op crowdfundinginitiatieven – door lidstaten geen prospectusplicht worden gehanteerd. Het voorstel bevat voorts een lidstaatoptie om de bovendrempel te verhogen van € 5 miljoen naar € 10 miljoen.

Ad 3.) Voor uitgevende instellingen die doorlopend uitgeven³ wordt de optie tot het opstellen van een *universal registration document* (URD) geïntroduceerd. Het URD is een registratiedocument dat jaarlijks wordt opgemaakt en waarin een omschrijving wordt gegeven van de uitgevende instelling. Het URD kan dan onderdeel uitmaken van het prospectus. Het URD dient jaarlijks goedgekeurd te worden door de toezichthouder. Indien een URD voor drie opeenvolgende jaren is goedgekeurd, mag de uitgevende instelling de jaren daarna het URD gebruiken zonder voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder. Wel blijft de verplichting bestaan om het URD jaarlijks te deponeren bij de toezichthouder, mits zij een schriftelijke verklaring overlegt dat zij heeft voldaan aan alle publicatieverplichtingen onder de Transparantierichtlijn⁴ en Marktmisbruikverordening⁵ ⁶. Indien wordt voldaan aan alle voorwaarden voor het URD wordt de goedkeuringstermijn van de toezichthouder van het prospectus waarvan de URD deel uitmaakt, verkort van 10 dagen naar 5 dagen.

Ad 4.) De vrijstelling van de prospectusplicht indien obligaties⁷ worden aangeboden aan het publiek met een waarde van minimaal € 100.000 per obligatie wordt geschrapt. De vrijstelling wordt door uitgevende instellingen gebruikt om bij professionele beleggers financiering op te halen via de uitgifte van obligaties. Aangezien op die manier voldoende financiering wordt opgehaald, is er voor ondernemingen geen prikkel om obligaties in kleinere coupures uit te geven. Consequentie hiervan is dat niet-professionele beleggers minder tot geen toegang hebben tot dergelijke obligaties. Door deze vrijstelling te schrappen verwacht de Commissie dat zowel professionele beleggers als niet-professionele beleggers toegang krijgen tot dezelfde obligaties en dat de verhandelbaarheid van deze obligaties wordt vergroot.

Teneinde tegemoet te komen aan de belangen van beleggers, bevat het voorstel verder regels ten aanzien van de samenvatting. Deze dient maximaal 6 pagina's te zijn. Daarnaast dient in drie afzonderlijke secties te worden gewezen op de materiële risico's met betrekking tot de uitgevende instelling, het effect en de uitgifte.

Verder is er een pakket aan maatregelen geïntroduceerd dat tot meer efficiëntie zal leiden bij het opstellen van het prospectus en het gebruik daarvan door de beleggers. Zo is het voorstel in lijn gebracht met andere EU-regels die zien op publicatieverplichtingen, zoals de Transparantierichtlijn en PRIIPs-verordening⁸. Ook wordt voorgesteld de reikwijdte van

³ Dit betreft bijvoorbeeld ondernemingen die gedurende het jaar meerdere uitgiftes doen, bijvoorbeeld onder een programma.

⁴ 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 gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

⁵ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie.

⁶ De Marktmisbruikverordening is vanaf medio 2016 van toepassing.

⁷ Hoewel de vrijstelling ook geldt voor aandelen, wordt deze vrijstelling in de praktijk alleen gebruikt voor obligaties.

⁸ Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's)

het *incorporation by reference*-mechanisme te verruimen. De gedachte daarbij is dat opname in het prospectus van informatie die al in de markt aanwezig is, nu leidt tot overlap van informatie en onnodig lange prospectussen. De introductie van een meer geavanceerd prospectusregister door de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) zal ervoor zorgen dat beleggers makkelijker prospectussen kunnen vinden en onderling kunnen vergelijken. De definitie van «lidstaat van herkomst», welke bepaalt welke toezichthouder bevoegd is, is onveranderd gebleven.

• *Impact assessment Commissie*

In het impact assessment gaat de Commissie in op de tekortkomingen van de huidige prospectusregels. Het opstellen van het prospectus vormt thans een te grote belasting voor ondernemingen en met name voor het mkb. Ook dient het prospectus een waardevoller instrument te worden voor de beleggers. Prospectussen zijn in de praktijk erg lange documenten die vaak niet worden gelezen door beleggers. De oplossingen die de Commissie voorstelt, zien voornamelijk op het terugbrengen van de administratieve lasten voor uitgevende instellingen, terwijl de beleggersbeschermende functie van het prospectus op peil blijft en op bepaalde punten wordt versterkt. Dit gebeurt bijvoorbeeld door overlap van informatie te voorkomen en aan te sluiten bij andere EU-regels die zien op publicatieverplichtingen, zoals het essentiële informatie-document (KID).

Volgens het impact assessment zou het voorstel uitgevende instellingen voorzien van publicatieverplichtingen die zijn toegesneden op de specifieke behoeften van de drie grote groepen van verschillende uitgevende instellingen: uitgevende instellingen die al genoteerd zijn aan een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) (ongeveer 70 procent van alle goedgekeurde prospectussen per jaar), mkb-ondernemingen en uitgevers van obligaties. Het voorgestelde URD voor frequent uitgevende instellingen zou moeten leiden tot lagere kosten en moet het goedkeuringsproces verkorten van 10 naar 5 werkdagen. Het verlicht prospectusregime voor frequent uitgevende instellingen zal de kosten van het opstellen van een prospectus verlagen en zal leiden tot een prospectus waarvan de inhoud meer relevant is voor beleggers. Het voorgestelde Q&A-format voor mkb-ondernemingen zal deze ondernemingen kunnen helpen bij het opstellen van een prospectus, waardoor kosten voor het opstellen daarvan bespaard kunnen worden. Het afschaffen van de vrijstelling van effecten met een waarde van € 100.000 zou volgens het impact assessment moeten leiden tot meer mogelijkheden om kapitaal op te halen voor uitgevende instellingen.

Doordat prospectussen meer gebruikersvriendelijk worden en meer worden toegesneden op de uitgevende instelling verlaagt dat enerzijds kosten voor de uitgevende instelling, terwijl de relevantie van de inhoud van de prospectussen zal verbeteren voor potentiële beleggers. De kostenbesparing voor mkb-ondernemingen door het nieuwe verlichte regime wordt geschat op zo'n € 45–67 miljoen per jaar in de gehele EU. De kostenbesparing voor frequent uitgevende instellingen op basis van hun nieuwe regime wordt geschat op € 130 miljoen per jaar in de gehele EU.

Voor het voorstel tot aanpassen van de samenvatting van het prospectus geldt eveneens dat dit enerzijds zal leiden tot kostenbesparing bij uitgevende instellingen, terwijl het de leesbaarheid van het prospectus voor beleggers vergroot. De introductie van een meer geavanceerd prospectusregister door ESMA zal ervoor zorgen dat beleggers prospectussen makkelijker kunnen vinden en onderling kunnen vergelijken.

De voorgestelde aanpassingen zouden geen relevante kosten met zich meebrengen op nationaal niveau. Nationale bevoegde autoriteiten zullen volgens het impact assessment juist voordeel behalen bij de voorgestelde vereenvoudigingen van prospectussen, omdat dit het goedkeuringsproces makkelijker zal maken. Het aanpassen van het prospectusregister van ESMA zal wel kosten met zich meebrengen.

3. Nederlandse positie ten aanzien van het voorstel

a) Essentie Nederlands beleid op dit terrein

In Nederland geldt een prospectusplicht op basis van de huidige Prospectusrichtlijn, welke is geïmplementeerd in deel 5 van de Wet op het financieel toezicht. In Nederland is het verboden effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt zonder een prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen dat is goedgekeurd door de AFM of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat. Hierop bestaat een aantal uitzonderingen en vrijstellingen. Zo is bijvoorbeeld geen prospectus verplicht in de volgende gevallen: (i) indien de effecten aan minder dan 150 personen per lidstaat worden aangeboden, (ii) indien de waarde van het aangeboden effect minimaal € 100.000 is, en (iii) indien de totale tegenwaarde van de aanbidding minder dan € 2,5 miljoen is, berekend over een periode van 12 maanden. Indien effecten onder een vrijstelling worden aangeboden, is een vrijstellingsvermelding verplicht.

In het algemeen geldt verder dat het beleid in Nederland erop is gericht om een juiste balans te vinden tussen efficiënte toegang tot de kapitaalmarkten voor ondernemingen enerzijds en het voldoende beschermen van belangen van beleggers anderzijds.

b) Beoordeling + inzet ten aanzien van dit voorstel + uitvoering toezeggingen

Het voorstel van de Commissie is bedoeld om barrières voor ondernemingen die de kapitaalmarkt willen betreden weg te nemen, waarbij beleggersbescherming niet uit het oog mag worden verloren. Hiertoe heeft de Commissie in haar voorstel een aantal punten voorgesteld om dit te bereiken. In generieke zin onderschrijft Nederland de visie van de Commissie om het aantrekken van (grensoverschrijdende) financiering op de kapitaalmarkt te vergemakkelijken voor ondernemingen. Wel acht Nederland het van belang dat beleggersbescherming niet in het geding komt door de in de verordening voorgestelde punten. Nederland ziet bij de in onderdeel 2.a. genoemde vier typen uitgevende instellingen de volgende aandachtspunten.

Ad 1) Nederland staat positief tegenover het voorstel van de Commissie om bij secundaire uitgaven door instellingen die al zijn genoteerd op een gereguleerde markt of op een mkb-groeimarkt een verlicht regime te hanteren. Een groot gedeelte van prospectussen die goedgekeurd worden door toezichthouders betreft secundaire uitgaven. Het is voor deze ondernemingen een grote belasting en kostbaar om telkens een volledig prospectus op te stellen wanneer zij aanvullend kapitaal willen ophalen. Een volledig prospectus is bij een secundaire uitgifte ook niet nodig, omdat er veel informatie over de uitgevende instelling en de aanbidding in de markt aanwezig is. Bij de initiële uitgifte is er immers reeds een volledig prospectus algemeen verkrijgbaar gesteld en daarnaast publiceren deze ondernemingen veel gereguleerde informatie uit hoofde van hun verplichtingen uit de Transparantierichtlijn en het marktmisbruik-

regime. Het kabinet acht het daarom positief dat deze ondernemingen onder het nieuwe voorstel kunnen kiezen voor een verlicht regime dat een kostenbesparing zal opleveren voor de uitgevende instellingen en leidt tot een relevanter en bondiger prospectus voor de belegger.

Ad 2.) Nederland staat positief tegenover een regime speciaal voor het mkb. Wel dient goed gekeken te worden dat een mkb-regime niet ten koste gaat van beleggersbescherming. Het kabinet onderschrijft de gedachte om de administratieve lasten en kosten voor het mkb te verlagen. Ook onderschrijft het kabinet de gedachte om het aantrekken van financiering door het mkb te vergemakkelijken, zodat de mkb-markt een stimulans krijgt. Het kabinet vindt het echter belangrijk dat een belegger in het mkb – net als bij andere beleggingen in effecten – met volledige kennis van zaken zijn beleggingsbeslissing kan nemen. Dit betekent dat het prospectus de relevante informatie dient te bevatten die een belegger nodig heeft om een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en de effecten die zij wil uitgeven. Gezien de complexiteit van het huidige prospectusregime en de spanning tussen verlichte publicatieverplichtingen enerzijds en beleggersbescherming anderzijds vindt het kabinet het van belang dat de lidstaten bij de invulling van het nieuwe mkb-regime betrokken zijn. Om die reden acht het kabinet het onwenselijk als de invulling van het regime voor het mkb volledig wordt gedelegeerd aan de Commissie. Het kabinet onderzoekt nog op welke wijze de lidstaten meer invloed zouden moeten krijgen met betrekking tot de invulling van dit regime.

Een discussie die hieraan raakt is de verruiming van de vrijstellingsgrens van € 5 miljoen naar € 10 miljoen. Op dit moment bevat de Prospectus-richtlijn een vrijstelling voor aanbiedingen met een totale tegenwaarde van minder dan € 5 miljoen, welk bedrag wordt berekend over een periode van 12 maanden, en een lidstaatoptie om deze grens nationaal lager te leggen tot een minimumbedrag van € 100.000. De ratio achter deze vrijstellingsregeling is dat bij aanbiedingen met een dergelijke tegenwaarde de kosten van het opstellen van een prospectus niet opwegen tegen de beoogde opbrengst van de aanbieding. Dit brengt wel met zich mee dat beleggers bij dergelijke aanbiedingen niet dezelfde soort informatie en hoeveelheid aan informatie ontvangen als bij aanbiedingen waarvoor een volledig prospectus wordt opgesteld.

Het mkb maakt veelvuldig gebruik van deze vrijstelling voor aanbiedingen aan (doorgaans) retailbeleggers. Een hogere vrijstellingsgrens zal voor het mkb het ophalen van financiering vergemakkelijken. Het kabinet is van mening dat de huidige vrijstellingsgrens van € 5 miljoen het uiterste bedrag is waarbij de voordelen van lagere kosten voor uitgevende instellingen nog opwegen tegen het ontbreken van een volledig prospectus voor beleggers. Bij een verdere verhoging zijn de kosten voor het opstellen van een prospectus niet meer dusdanig hoog ten opzichte van de beoogde opbrengst dat dit het ontbreken van een goedgekeurd prospectus nog kan rechtvaardigen. De beleggersbescherming komt dan in het geding.

Verder zou vanuit de kapitaalmarktuniegedachte harmonisatie van de vrijstellingsdrempel binnen de lidstaten een goed streven zijn, maar dat lijkt vanwege de diversiteit in omvang en karakter van de nationale retailkapitaalmarkten op dit moment nog niet haalbaar. Het kabinet is daarom voorstander van behoud van de huidige vrijstellingsregeling op Europees niveau met een (maximum) vrijstellingsdrempel van € 5 miljoen en behoud van de optie voor lidstaten om de vrijstellingsdrempel lager te leggen. Mocht de vrijstellingsgrens toch omhoog gaan, dan hecht het kabinet er nog meer waarde aan dat de lidstaatoptie behouden blijft.

Het kabinet ziet dat er sprake is van een afweging tussen het belang van het stimuleren van mkb-financiering en de bescherming van beleggers. Een verhoging van de vrijstellinggrens naar € 10 miljoen maakt mkb-financiering via de kapitaalmarkt goedkoper en dus aantrekkelijker, maar hierdoor kan ook de beleggerbescherming in het geding komen. Daarom steunt het kabinet de andere voorstellen om de toegang van mkb-ondernemingen tot de kapitaalmarkten te bevorderen, zoals het verlichte regime voor mkb-ondernemingen. Hierdoor kan de gewenste kostenverlaging alsnog worden bereikt en daarom vraagt het kabinet de Commissie om bij de uitwerking van dit regime te streven naar een maximale kostenverlaging.

Nationaal acht het kabinet het opportuun om de vrijstellingsgrens te verhogen van € 2,5 miljoen naar € 5 miljoen, mits er additionele waarborgen komen ter bescherming van de belegger. In dit verband geldt dat de Minister van Financiën tijdens het Algemeen Overleg van 4 juni 2015 (Kamerstuk 21501-07, nr. 1287) aan lid Aukje de Vries (VVD) heeft toegezegd de mogelijkheden te onderzoeken om de huidige vrijstellingsgrens in Nederland van € 2,5 miljoen te verhogen tot € 5 miljoen. Verder heeft de Minister tijdens het Algemeen Overleg van 2 december aan het lid Merkies (SP) toegezegd een nadere toelichting te geven over mogelijk misbruik van de vrijstellingsgrens door prospectussen op te knippen. Hierbij wordt uitvoering gegeven aan die toezeggingen.

Het kabinet is van mening dat de toegang van mkb-ondernemingen tot de kapitaalmarkten zo efficiënt mogelijk dient te zijn, mits dit niet ten koste gaat van de beleggersbescherming. Tegelijkertijd heeft het kabinet zorgen over misbruik van de vrijstellingsgrens van (thans) € 2,5 miljoen. In de afgelopen jaren hebben zich incidenten voorgedaan waarbij malafide partijen aanbiedingen hebben gedaan waarvan de totale waarde net onder de vrijstellingsgrens bleef, waardoor zij zich aan het toezicht van de AFM konden onttrekken. Dit soort incidenten leidt niet alleen tot schade bij de betrokken beleggers, maar schaadt ook het vertrouwen in de uitgevende instellingen die gebruik maken van de vrijstelling. Een verhoging van de vrijstellingsgrens zonder additionele waarborgen zou deze schade verder kunnen vergroten en is daarom geen optie.

Het kabinet is voornemens om, zodra de nieuwe Prospectusverordening van toepassing is, de vrijstellingsgrens te verhogen naar € 5 miljoen onder gelijktijdige invoering van een meldplicht en minimum informatie-vereisten voor partijen die gebruik willen maken van deze vrijstelling. Door invoering van de meldplicht krijgt de AFM een overzicht van uitgevende instellingen die gebruik maken van de vrijstelling en kan zij eerder inspelen op mogelijke malversaties bij die partijen, hetgeen de beleggersbescherming vergroot. Indien de AFM verneemt dat een partij een vrijgestelde aanbieding doet, terwijl zij zich niet bij de AFM heeft gemeld, kan dit voor de AFM bovendien een dringende reden zijn om onderzoek bij deze partij te doen. Dit maakt het voor malafide partijen moeilijker om buiten het zicht van de AFM te blijven dan thans het geval is.

Verder is het kabinet voornemens om de verplichting voor ondernemingen om aan beleggers informatie te verschaffen nader in te vullen. Op dit moment zijn vrijgestelde uitgevende instellingen al verplicht om juiste en essentiële informatie te verstrekken aan retailbeleggers; deze ondernemingen vallen namelijk onder de reikwijdte van de Wet oneerlijke handelspraktijken (Wohp) op basis waarvan het verboden is onjuiste informatie te verstrekken en essentiële informatie weg te laten die de gemiddelde consument nodig heeft om een goede keuze te maken over een (financiële) dienst of activiteit. De Wet handhaving consumentenbe-

scherming geeft de AFM de bevoegdheid om bij schending van de Wvhp op te treden. In haar toezicht heeft de AFM de afgelopen jaren geconstateerd dat ondernemingen moeite hebben met het voldoen aan deze informatieverplichtingen; ondernemingen verstrekken te weinig informatie of juist teveel informatie waardoor het voor de belegger moeilijk wordt in te schatten welke informatie relevant is. Door een invulling te geven aan deze informatie-eisen worden beleggers beter beschermd en is tegelijkertijd voor ondernemingen beter duidelijk welke informatie zij dienen te verschaffen. Deze informatie dient voorafgaand aan de uitgifte van de effecten te worden verstrekt. Op basis van de Whc vindt het toezicht van de AFM achteraf, dus na de uitgifte van de effecten, plaats.

Door de invoering van de meldplicht en minimum informatievereisten denkt het kabinet te bereiken dat beleggers beter beschermd worden, terwijl het voor malafide partijen moeilijker zal worden om buiten het zicht van de AFM te blijven. Tegelijkertijd zullen de maatregelen voor mkb-ondernemingen nauwelijks administratieve lasten met zich meebrengen: de meldplicht behelst niet meer dan een beperkte melding bij de toezichthouder en de minimum informatievereisten zijn voor hen een nadere en concrete invulling van de verplichting die thans ook al op hen rust.

Het kabinet staat verder niet negatief tegenover een verhoging van de vrijstellingsgrens van € 100.000 naar € 500.000, maar een nog verdere verhoging van deze ondergrens is niet wenselijk.

Ad 3.) Om het voor uitgevende instellingen die doorlopend uitgeven makkelijker te maken financiering op te halen op de kapitaalmarkt, introduceert het voorstel een *universal registration document* (URD). Het kabinet juicht dit soort voorstellen toe. Wel hecht het kabinet waarde aan eenvoud. De voorwaarden waaraan moet worden voldaan, zijn ingewikkeld en het kabinet vraagt zich daarom af of het URD in praktijk wel gebruikt zal worden, mede gezien het geringere voordeel dat er tegenover staat, namelijk een goedkeuringstermijn van 5 in plaats van 10 dagen. Het kabinet is daarom van mening dat goed gekeken moet worden naar de voorwaarden van de URD en waar mogelijk te vereenvoudigen.

Ad 4.) Hoewel het kabinet diversificatie in beleggingsportefeuilles van niet-professionele beleggers toejuicht, vraagt het kabinet zich af of het schrappen van de vrijstelling voor obligaties van een waarde van meer dan € 100.000 per obligatie geen onwenselijke effecten kan hebben voor de kapitaalmarkt *an sich*. Een belangrijk nadeel van het verwijderen van deze vrijstelling is dat uitgevende instellingen aan zwaardere informatievereisten moeten voldoen zodat ze meer kosten zullen maken. Dit zal mogelijk voortvloeien uit het schrappen van het onderscheid tussen aanbiedingen aan retailbeleggers en aan professionele beleggers. Het kabinet vraagt zich af of het verwijderen van deze vrijstelling daadwerkelijk tot meer aanbiedingen van obligaties aan retailbeleggers zal leiden. Veel uitgevende instelling willen hun obligaties – met het oog op prospectusaansprakelijkheid – niet plaatsen bij retailbeleggers. Niet ondenkbaar is daarom dat deze partijen, ondanks het schrappen van de vrijstelling, nog steeds obligaties met hoge coupures zullen blijven uitgeven waardoor retail beleggers moeilijk aan deze obligaties kunnen komen.

Bovendien zorgt de € 100.000-grens voor beleggersbescherming. Deze grens helpt te bewerkstelligen dat retailbeleggers minder snel in complexe obligaties stappen zoals *asset backed securities* en zogenaamde «co-co's». Indien deze vrijstelling toch wordt geschrapt, is het belangrijk dat er voldoende maatregelen zijn om dergelijke complexe obligaties uit de handen van retailbeleggers te houden.

Verder staat Nederland positief tegenover de nieuwe samenvatting. Door de omvang en de inhoud van de samenvatting wordt een belegger meer dan voorheen aangemoedigd de samenvatting te lezen. Bovendien bevat de samenvatting door het voorgeschreven format meer relevante informatie. Dit verhoogt de leesbaarheid van de huidige opzet van de samenleving, waar beleggers thans veel over klagen.

Nederland staat tot slot positief tegenover wijzigingen die de efficiëntie van het prospectusregime vergroten, zoals de voorgestelde wijziging van het *incorporation by reference*-mechanisme en de aanpassing van het prospectusregister van ESMA. Wel merkt het kabinet op dat er voldoende aandacht dient te zijn voor de benodigde financiering om het register aan te passen.

De voorgestelde verordening dient binnen 12 maanden geïmplementeerd te worden in Nederland en aangezien de verordening meebrengt dat de Wet op het financieel toezicht gewijzigd dient te worden, is een implementatietermijn van 12 maanden niet haalbaar. Nederland pleit daarom voor een implementatietermijn van 24 maanden.

c) Eerste inschatting van krachtenveld

Het merendeel van de lidstaten staat positief tegenover het doel en de uitgangspunten van de voorstellen. Op deelonderwerpen zal niettemin discussie plaatsvinden, zoals over de verruiming van de vrijstellingsgrenzen, de invulling van het mkb-regime en de definitie van «lidstaat van herkomst» met het oog op voorkomen van *regulatory arbitrage*⁹. De commissie Economic and Monetary affairs van het Europees Parlement zal het voorstel behandelen. Het Parlement heeft echter nog geen rapporteur aangewezen en zal zich nog beraden op zijn positie.

4. Beoordeling bevoegdheid, subsidiariteit en proportionaliteit

a) Bevoegdheid

Artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie geeft de EU de bevoegdheid om wetgeving vast te stellen inzake de werking van de interne markt. Nederland kan zich vinden in deze rechtsgrondslag.

b) Subsidiariteit

De subsidiariteit wordt positief beoordeeld. Door middel van het voorstel wordt een (grotendeels) uniform prospectusregime in de EU bereikt. Dit is van belang voor een geïntegreerde kapitaalmarkt en om het gelijke speelveld in Europa te bewaken. Zodra een nationale bevoegde autoriteit een prospectus goedkeurt, kan een uitgevende instelling vragen om een paspoort om dit prospectus ook in een andere EU lidstaat te gebruiken. Er zijn in die andere lidstaat dan geen verdere goedkeuring of administratieve procedures benodigd. Het paspoort functioneert op basis van de aanname dat de minimuminhoud van het prospectus is geharmoniseerd op Europees niveau door het Europese wettelijke kader op dit gebied. Omdat het paspoort daarom een Europees karakter draagt, kunnen verbeteringen ook alleen maar worden aangepakt op Europees niveau.

⁹ Met *regulatory arbitrage* wordt hier bedoeld dat uitgevende instellingen er baat bij hebben om hun prospectus door een bepaalde nationale bevoegde autoriteit te laten goedkeuren, omdat deze makkelijker of sneller een prospectus goedkeurt dan zijn Europese collega-toezichthouders. Onder de huidige definitie van «lidstaat van herkomst» is deze keuze voor bepaalde effecten mogelijk.

Verwacht wordt dat de aanpassingen zullen leiden tot een beter *level playing field* voor uitgevende instellingen en beleggers en zal bijdragen aan het voorkomen van *regulatory arbitrage*.

Door het prospectus beter toegankelijk te maken voor mkb-ondernemingen en frequent uitgevende instellingen wordt verwacht dat deze instellingen beter de gehele omvang van de Europese kapitaalmarkten kunnen bereiken.

c) proportionaliteit

De proportionaliteit wordt positief beoordeeld. De voorstellen zijn toereikend om de doelen van het prospectusregime te bereiken en gaan niet verder dan strikt noodzakelijk. De gehandhaafde beleidskeuzes zijn verenigbaar met het proportionaliteitsprincipe, met het oog op de balans tussen de belangen van de beleggers en kostenefficiëntie. Lidstaten behouden enige flexibiliteit doordat het voorstel lidstaatopties bevat met betrekking tot bepaalde voorgestelde vrijstellingsgrenzen. Daarnaast sluiten de voorstellen goed aan bij de Europese regimes op het gebied van transparantie, marktmisbruik en MiFID. Hierdoor kunnen de financiële markten blijven functioneren op basis van het huidige juridische raamwerk zonder onnodige wijzigingen daarvan. Het belangrijkste doel om de administratieve lasten voor uitgevende instellingen te verlagen met behoud van een adequaat niveau van beleggersbescherming wordt hierdoor behaald.

Het kabinet is ook voorstander van omzetting van de huidige richtlijn in een verordening. Implementatie van de huidige Prospectusrichtlijn heeft niet in alle lidstaten op exact dezelfde wijze plaatsgevonden. Hierdoor zijn er verschillen ontstaan in de nationale wetgeving van de lidstaten wat een werkelijk geïntegreerde Europese kapitaalmarkt in de weg staat. Omzetting van de huidige Prospectusrichtlijn in een verordening zal dit probleem beperken en zorgen voor een meer geharmoniseerd kader.

5. Financiële implicaties, gevolgen voor regeldruk en administratieve lasten

a) Consequenties EU-begroting

Het voorstel voorziet er onder meer in dat ESMA een aantal regulatoire technische normen en technische uitvoeringsnormen ontwikkelt, haar huidige prospectusregister bijwerkt en uitbreidt, de samenwerking tussen nationale toezichthouders bevordert en publiceert over de uitvoering van deze verordening. Dit betreffen noodzakelijke taken ter uitvoering van het voorstel. Daartoe zullen vanaf 2016 extra functionarissen worden aangenomen. Dit betekent extra uitgaven voor ESMA ter hoogte van 2,56 miljoen euro over de periode 2016–2019. De technische kosten verbonden aan de uitbreiding van het prospectusregister betekent extra uitgaven voor ESMA ter hoogte van 1,32 miljoen euro over de periode 2016–2019.

Van deze bedragen zal 40 procent door de EU worden gefinancierd. De overige 60 procent zal worden gefinancierd door de nationale toezichthouders van de lidstaten.

b) Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/ of decentrale overheden

De voorstellen hebben geen gevolgen voor de Rijksbegroting.

Het voorstel brengt in beginsel geen directe extra kosten met zich mee voor de AFM die is aangewezen om het toezicht op dit voorstel uit te voeren. De versimpeling van prospectussen zal de goedkeuring van prospectussen door de AFM mogelijk makkelijker maken. Dit zal afhangen van hoeveel gebruik wordt gemaakt van de faciliteiten die de verordening in dit opzicht biedt.

Mocht de herziening leiden tot een toenemend aantal verzoeken tot goedkeuring van een prospectus, dan zal de AFM hiervoor wellicht meer middelen moeten aanwenden. De daarbij behorende toename in kosten zal echter (in ieder geval voor een deel) worden ondervangen door meer inkomsten uit in rekening te brengen prospectuskosten. Indien veel kleine, relatief onervaren onderneming prospectus door de AFM willen laten goedkeuren, kan dit ook tot additionele toezichtkosten leiden door de additionele inspanning die nodig is in dergelijke dossiers. Ook de kortere tijdslijnen voor de goedkeuring van URD's kan mogelijk leiden tot additionele kosten voor de AFM. Dit volgt uit het feit dat meer intensief gewerkt zal moeten worden om aan deze tijdslijnen te voldoen.

Daarnaast betalen de nationale toezichthouders, zoals hierboven onder 5.a al vermeld, gezamenlijk 60 procent van de extra kosten voor ESMA.

c) Financiële consequenties (incl. personele) voor bedrijfsleven en burger

Het voorstel leidt niet tot financiële kosten voor burgers.

Het voorstel bevat een regime met aangepaste openbaarmakingsverplichtingen voor mkb-ondernemingen die effecten willen aanbieden aan het publiek, waardoor het voor deze ondernemingen makkelijker is om een prospectus op te stellen. Een overstap naar dit regime door mkb-ondernemingen kan leiden tot een collectieve besparing aan administratieve kosten van zo'n € 45–67 miljoen per jaar in de gehele EU. Voor ondernemingen die al genoteerd zijn aan een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit kan het voorgestelde verlicht openbaarmakingsregime voor secundaire uitgaven een collectieve besparing van 130 miljoen euro in de gehele EU opleveren. Wel zullen er voor ondernemingen die gebruik maken van deze nieuwe regimes kosten verbonden zijn aan het zich eigen maken van de nieuwe regelgeving en het aanpassen van hun IT-systemen.

Voor ondernemingen die thans gebruik maken van de vrijstelling van de prospectusplicht voor aanbiedingen van obligaties met een waarde van ten minste € 100.000 per effect en geen gebruik kunnen gaan maken van een andere vrijstelling, geldt dat de compliancekosten mogelijk omhoog zullen gaan, omdat zij een prospectus moeten gaan opstellen of hun bestaande prospectus moeten gaan aanpassen om aan andere informatievereisten te voldoen. De toename in kosten zal deels worden verlicht door de introductie van een nieuw regime voor secundaire uitgaven, waardoor deze uitgaven flexibeler en goedkoper zullen zijn.

Verder zullen de nieuwe regels ten aanzien van de samenvatting van het prospectus leiden tot aanzienlijk lagere compliancekosten, omdat de samenvatting veel korter kan worden en daarmee minder arbeidsintensief zal zijn. Voor effecten die ook onder PRIIPS vallen, geldt bovendien dat de informatie die uitgevende instellingen al in de KID onder PRIIPS hebben opgenomen, in de samenvatting van het prospectus mogen overnemen. Dit zal resulteren in lagere compliancekosten en minder administratieve lasten.

d) Gevolgen voor regeldruk/administratieve lasten voor rijksoverheid, decentrale overheden, bedrijfsleven en burger

De administratieve lasten voor vrijwel alle uitgevende instellingen zullen lager zijn. Voor mkb-ondernemingen die gebruik maken van het aangepaste regime voor mkb zal het makkelijker worden om een prospectus op te stellen, net als voor ondernemingen die gebruik kunnen maken van het verlicht openbaarmakingsregime voor secundaire uitgaven. Wel zullen er voor ondernemingen die gebruik maken van deze nieuwe regimes kosten verbonden zijn aan het zich eigen maken van de nieuwe regelgeving en het aanpassen van hun IT-systemen. Alleen voor ondernemingen die thans gebruik maken van de vrijstelling voor aanbiedingen van obligaties met een waarde van ten minste € 100.000 per effect zullen er meer administratieve lasten zijn als zij een prospectus moeten gaan opstellen of hun huidige prospectus moeten gaan aanpassen.

Voor beleggers zullen er door het nieuwe prospectusregister van ESMA minder administratieve lasten zijn verbonden aan het opzoeken en onderling vergelijken van prospectussen. Voor ESMA zullen er meer administratieve lasten zijn in verband met het nieuwe prospectusregister (zie ook 5.a).

e) Gevolgen voor concurrentiekracht

Implementatie van de huidige Prospectusrichtlijn heeft niet in alle lidstaten op exact dezelfde wijze plaatsgevonden. Hierdoor zijn er verschillen ontstaan in de nationale wetgeving van de lidstaten, waardoor (potentiële) uitgevende instellingen en beleggers die buiten hun eigen lidstaat willen beleggen nationale regels onderling moeten vergelijken. Deze problematiek staat een werkelijk geïntegreerde Europese kapitaalmarkt in de weg. Omzetting van de huidige Prospectusrichtlijn in een verordening zal dit probleem beperken en zorgen voor een meer geharmoniseerd kader. Uitgeven van effecten en daarin investeren binnen de EU zal daardoor aantrekkelijker worden.

Daarnaast zullen de diverse regels die minder compliancekosten en administratieve lasten met zich meebrengen, ervoor zorgen dat het minder kostbaar wordt om in de EU effecten uit te geven.

6. Implicaties juridisch

a) Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid (inclusief toepassing van de lex silencio positivo)

Het voorstel voorziet in een aanpassing van het reguleringskader van prospectussen. De AFM is hiervoor thans aangewezen als toezichthouder en zal dat ook onder de nieuwe verordening blijven. De omzetting van de huidige Prospectusrichtlijn in een verordening brengt met zich mee dat de Wet op het financieel toezicht (Wft), waarin de Prospectusrichtlijn is geïmplementeerd, dient te worden aangepast. Het voorstel draagt lidstaten op in het kader van handhaving in bepaalde (bestuursrechtelijke) sancties te voorzien. Voor het overgrote deel voorziet de Wft hier reeds in, op een enkel punt behoeft dit kader mogelijk aanpassing.

Er zijn geen gevolgen voor de toepassing van de lex silencio positivo, omdat de verordening geen vergunningenkader bevat.

b) Gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen, incl. NL-beoordeling daarvan

Op basis van het voorstel wordt aan de Commissie de bevoegdheid overgedragen om overeenkomstig artikel 290 van het Verdrag gedelegeerde handelingen vast te stellen met betrekking tot een groot aantal onderwerpen. Nederland staat positief tegenover het overdragen van bevoegdheid ten aanzien van een groot deel van deze onderwerpen, maar staat voornamelijk kritisch ten opzichte van het volledig overdragen van de bevoegdheid om handelingen vast te stellen met betrekking tot het verlicht openbaarmakingsregime voor mkb-ondernemingen.

Daarnaast dient ESMA op basis van het voorstel technische reguleringsnormen en regulatoire technische normen te ontwikkelen ten aanzien van een aantal onderwerpen, zoals financiële informatie in de prospectusamenvatting en een handleiding voor het opstellen van een prospectus door mkb-ondernemingen. Nederland is van mening dat deze bevoegdheid terecht en ten aanzien van de juiste onderwerpen wordt toegekend.

c) Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum inwerkingtreding (bij verordeningen en besluiten) met commentaar t.a.v. haalbaarheid

De voorgestelde datum van inwerkingtreding is de 20^e dag na datum van publicatie in het Publicatieblad van de Europese Unie. De voorgestelde verordening dient binnen 12 maanden geoperationaliseerd te worden in Nederland. Aangezien de verordening meebrengt dat de Wet op het financieel toezicht gewijzigd dient te worden, is een termijn van 12 maanden niet haalbaar. Nederland pleit daarom voor een termijn van 24 maanden.

d) Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling

De Commissie zal uiterlijk 5 jaar na datum van inwerkingtreding een rapport presenteren aan het Europees Parlement en de Raad over de toepassing van de verordening, indien passend vergezeld van een nieuw voorstel. In het rapport zal onder andere beoordeeld worden of de prospectusamenvatting, de verlichte openbaarmakingsregimes voor secundaire uitgaven en mkb-ondernemingen en het URD geschikt zijn gebleken.

Het kabinet meent dat een evaluatie gewenst is en dat de gekozen termijn voldoende lang is om de effectiviteit van de nieuwe regelingen te beoordelen.

7. Implicaties voor uitvoering en/of handhaving

De uitvoering en handhaving van het voorstel ligt zowel bij de nationale bevoegde autoriteit als bij de ESMA. In het voorstel worden lidstaten verplicht tot het aanwijzen van een bevoegde autoriteit die het toezicht op de naleving van de verordening zal uitvoeren. De AFM is thans aangewezen als toezichthouder op naleving van het prospectuskader en zal dit blijven onder de verordening. ESMA zal een aantal technische uitvoeringsnormen en regulatoire technische normen ontwikkelen.

In het voorstel is voorzien in coördinatie op Europees niveau van de werkzaamheden van nationale toezichthouders door ESMA.

In het voorstel is voorgeschreven dat de nationale bevoegde autoriteit, op basis van nationaal recht, over een groot aantal handhavings- en toezichtsbevoegdheden dient te beschikken. De Wft en de Algemene wet bestuursrecht (Awb) voorzien hier reeds voor een overgroot deel in, op een enkel punt behoeft dit kader mogelijk aanpassing.

8. Implicaties voor ontwikkelingslanden

Er zijn geen implicaties voor ontwikkelingslanden.