

Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn prospectus**MEMORIE VAN ANTWOORD****Inleiding**

De regering is de vaste commissie voor Financiën erkentelijk voor de aandacht die zij aan het onderhavige wetsvoorstel heeft geschonken en voor de door haar daarover gestelde vragen. Deze vragen worden hierna beantwoord, in de volgorde van het door de commissie uitgebrachte verslag.

VVD

De leden van de fractie van de VVD hebben met belangstelling kennis genomen van het wetsvoorstel. Zij hebben hierover nog enkele vragen.

Over het voorgestelde grensbedrag van € 2,5 miljoen is al eerder door de regering opgemerkt dat een uitgevende instelling in Nederland nu al € 5 miljoen kan ophalen zonder prospectus, namelijk door verschillende categorieën effecten uit te geven, bijvoorbeeld € 2,5 miljoen in aandelen en € 2,5 miljoen in obligaties. Het verhogen van dit grensbedrag zou er toe leiden dat uitgevende instellingen zonder prospectus zelfs € 10 miljoen in Nederland zouden kunnen ophalen, hetgeen als onwenselijk wordt gezien.

De leden van de VVD-fractie kunnen zich vinden in deze denklijn, maar zij vragen zich af waarom er niet voor is gekozen om, met een aanpassing van artikel 5:3 lid 2 van de Vrijstellingsregeling Wft, de mogelijkheid te schrappen om per categorie effecten ter waarde van € 2,5 miljoen op te halen. Alsdan zou met gelijkblijvend resultaat geen afwijking van de Europese norm nodig zijn en zou het toch weer zetten van een "kop" op de Europese regelgeving kunnen worden vermeden.

Artikel 53, lid 2, van de Vrijstellingsregeling Wft¹ geeft uitgevende instellingen de mogelijkheid om onder bepaalde voorwaarden per categorie effect € 2,5 miljoen op te halen. De mogelijkheid om dit 'per categorie effect' te doen, vloeit voort uit de richtlijn prospectus² en daardoor is de regering van mening dat er niet wordt afgeweken van een Europese norm.

Is de regering bereid dit bij een volgende wetswijziging mee te nemen?

Gelet op het bovenstaande zou er door de gesuggereerde wetswijziging juist een 'kop' op Europese regelgeving gezet worden. De regering acht dit onwenselijk.

¹ In de beantwoording van deze vraag neemt de regering artikel 53, lid 2, Vrijstellingsregeling Wft, in aanmerking (in plaats van – het niet bestaande – artikel 5:3, lid 2, van de Vrijstellingsregeling Wft).

² Dat blijkt onder meer uit punt 3 van de notulen van 8 maart 2005 van de '4th Informal Meeting on Prospectus Transposition', zie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/summary-note-050308_en.pdf. Ook uit het antwoord op vraag 26 van het document 'Frequently Asked Questions, 13th updated version, June 2011' van ESMA volgt dat de € 2,5 miljoen vrijstelling per categorie effect moet worden berekend, zie: http://www.esma.europa.eu/system/files/11_85.pdf.

CDA

De leden van de CDA-fractie hebben met belangstelling kennis genomen van het voorliggende wetsvoorstel. Zij onderschrijven de doelstellingen van de richtlijn, maar hebben nog een aantal vragen over de implementatie zoals de regering zich die voorstelt.

Het verhogen van de vrijstelling voor de prospectusplicht van € 2,5 miljoen naar € 5 miljoen is optioneel. De regering kiest er voor om niet te verhogen. Zij geeft aan dat de concurrentiepositie van Nederland niet wordt geschaad, maar wijst er tegelijkertijd op dat het voor start-ups minder aantrekkelijk wordt om geld op te halen op de Nederlandse kapitaalmarkt. Kan zij hier nader op ingaan door aan te geven 1) wat het geschatte negatieve effect is op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt, en 2) waarom dit effect in haar optiek kennelijk geen reden is om – net als het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en België – de vrijstelling te verhogen?

De regering zou hier willen verduidelijken dat zij niet heeft aangegeven dat het voor start-ups minder aantrekkelijk wordt om geld op te halen op de Nederlandse kapitaalmarkt. In de nota naar aanleiding van het verslag staat dat het Verenigd Koninkrijk heeft gekozen voor een verhoging van dit drempelbedrag om kleine ondernemingen te helpen om op de kapitaalmarkt kapitaal op te halen.³ Hoewel het mogelijk zou kunnen zijn dat het verhogen van de € 2,5 miljoen grens een positief effect op de aantrekkelijkheid van de Nederlandse kapitaalmarkt heeft, is hier niet voor gekozen vanuit het oogpunt van bescherming van beleggers. Een verhoging van dit grensbedrag zou namelijk betekenen dat het aantal van toezicht vrijgestelde aanbiedingen zou toenemen, hetgeen de regering een onwenselijke situatie vindt. Overigens zal de Europese Commissie waarschijnlijk per 1 juli aanstaande een verlicht prospectus regime vaststellen voor kleine en middelgrote ondernemingen, dit is af te leiden uit de ontwerp Prospectus verordening die de Commissie op 30 maart jongstleden gepubliceerd heeft⁴. Als gevolg van dit verlichte regime zouden er voor kleine en middelgrote ondernemingen minder eisen worden gesteld aan het prospectus.

De drempelwaarde in artikel 5:3 eerste lid onderdeel b Wft wordt verhoogd naar 150 personen. Dit betekent dat voor 'closed end' beleggingsinstellingen die verhandelbare deelnemingsrechten uitgeven, niet automatisch meer de mogelijkheid bestaat om onder dezelfde voorwaarden van zowel de vergunnings- als de prospectusplicht vrijgesteld te zijn. Immers, als een dergelijke beleggingsinstelling aan meer dan 100 maar minder dan 150 personen aanbiedt, dan kan deze instelling wel gebruik maken van de vrijstelling op de prospectusplicht, maar niet van de vrijstelling op de vergunningsplicht. Dat lijkt de leden van de CDA-fractie niet wenselijk. Kan de regering hier nader op ingaan?

Dit wetsvoorstel dient ter implementatie van de herziene richtlijn prospectus, hierin wordt enkel een uitbreiding van de vrijstelling van de prospectusplicht geregeld zoals deze onder meer geldt voor closed end beleggingsinstellingen die effecten aan het publiek aanbieden.

Het regime rond de vergunningplicht voor beleggingsinstellingen verandert per 22 juli 2013 door de Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (ook

³ Zie: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/corporate/docs/f/financing-business-growth-response.pdf>

⁴ Zie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en

wel de AIFM-richtlijn). Deze richtlijn harmoniseert het toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen. Hiertoe wordt op korte termijn een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer aanhangig gemaakt. Bij implementatie van de AIFM-richtlijn vervallen de huidige vrijstellingen op de vergunningplicht, daarom wordt voorgesteld voor de tussenperiode de vrijstelling op de vergunningplicht ongewijzigd te handhaven.

Klopt het dat het verhogen van de drempelwaarde in artikel 5:3 eerste lid onderdeel b Wft, in combinatie met het niet verhogen van de drempelwaarde in artikel 1:12 eerste lid onderdeel a Wft, leidt tot verschillende behandeling van open end en closed end beleggingsinstellingen? Zo ja, kan de regering aangeven waarom dit in haar optiek wenselijk is?

Open end en closed end fondsen kennen momenteel al een verschillend regime met betrekking tot de prospectusplicht. Dit hangt samen met het feit dat open end fondsen niet onder de reikwijdte van de prospectusrichtlijn vallen. Per 22 juli 2013 is de AIFM-richtlijn geïmplementeerd. Daarmee is het regime rond de informatieverplichtingen voor beide typen beleggingsinstellingen op Europees niveau geharmoniseerd. Zowel beheerders van closed end als open end beleggingsinstellingen vallen onder de Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen waarin onder andere informatieverplichtingen aan beleggers zijn opgenomen, daarnaast vallen beheerders van closed end beleggingsinstellingen onder de informatieverplichtingen van de Prospectusrichtlijn. In de AIFM-richtlijn is daarbij een voorziening opgenomen om te voorkomen dat beheerders van closed end beleggingsinstellingen informatie die ze zowel op basis van de Prospectusrichtlijn als de AIFM-richtlijn moeten verstrekken, dubbel zouden moeten verstrekken.

In de tekst van artikel 5:3 tweede lid onderdeel e Wft is niet opgenomen dat een werkgever ook het hoofdkantoor in de Europese Economische Ruimte (EER) kan hebben. Hierdoor ontstaat de situatie dat een werkgever die haar hoofdkantoor in de EER heeft, maar haar zetel buiten de EER, en waarvan de effecten niet tot de handel zijn toegelaten, volgens de Herziene Prospectusrichtlijn wel, maar volgens de tekst van het wetsvoorstel geen gebruik kan maken van de vrijstelling. Kan de regering hier nader op ingaan?

Het is niet de bedoeling geweest om een werkgever of de met die werkgever in een groep verbonden rechtspersoon die een hoofdkantoor in de EER heeft maar de zetel buiten de EER uit te sluiten van de mogelijkheid – die de Herziene Prospectusrichtlijn biedt – om gebruik te maken van de vrijstelling. Deze omissie zal dan ook op korte termijn worden gerepareerd door middel van een aanpassing van de Vrijstellingsregeling Wft zodat ook werkgevers of de met die werkgever in een groep verbonden rechtspersoon die hun hoofdkantoor in de EER hebben, maar hun zetel buiten de EER hebben ook gebruik kunnen maken van de vrijstelling. Bij de eerst volgende gelegenheid zal artikel 5:3 van de Wft op dit punt worden aangepast.

D66

De leden van de fractie van D66 hebben met belangstelling kennis genomen van de implementatie van de herziene richtlijn prospectus. De wijzigingen in de prospectusrichtlijn ervaren deze leden als overwegend positief. Zo juichen deze leden de aanzienlijke daling van de administratieve lasten voor ondernemingen toe. Het verhogen van de € 50.000 grens van de prospectusplicht naar € 100.000 is een stap in de goede richting om beleggers te beschermen tegen malafide beleggingsfondsen als Palminvest en Easylife. De aan het woord zijnde leden vragen zich echter af waarom de grens bij € 100.000 is gelegd. De AFM heeft immers gewaarschuwd dat het niet ondenkbaar is dat dezelfde soort malafide praktijken zich kunnen voordoen bij een grens van € 100.000. Bovendien is uit de Palminvest en Easylife zaken gebleken dat de minimuminleg niet bepalend is voor particuliere beleggers bij het maken van hun beleggingsbeslissing. Deze beleggers laten zich voornamelijk (mis)leiden door het vooruitzicht op zeer hoge rendementen van hun investering. Dit in overweging nemende vragen de leden van de fractie van D66 zich af welke overige maatregelen er zullen worden genomen om particuliere beleggers te beschermen?

Het verhogen van de € 50.000 grens is een belangrijk onderdeel geweest van de Nederlandse inzet bij de onderhandelingen voor de herziening van de Prospectusrichtlijn. De inzet hierbij was om minimaal een verdubbeling te bereiken. Tijdens de onderhandelingen bleek dat niet alle lidstaten de urgentie voelden voor een nog verdere verhoging, waardoor de grens op € 100.000 is uitgekomen.

Naast dit voorstel zijn er inmiddels al andere maatregelen genomen om beleggers te beschermen. Zo geldt sinds 1 januari 2012 voor aanbiedingen die niet vergunning- of prospectusplichtig zijn de verplichting om dit te melden op een door de AFM voorgeschreven wijze. Deze voorgeschreven vrijstellingsvermelding moet de (potentiële) belegger bewust maken van het feit dat de activiteit die onder zijn aandacht is gebracht niet onder het regulier toezicht staat en dat er dus geen getoetst prospectus of vergunning is.

Daarnaast zijn sinds 1 juli 2011 aan de € 2,5 miljoen vrijstelling extra voorwaarden verbonden waardoor deze niet meer zo ruim kan worden toegepast als voorheen. Zo is het bijvoorbeeld niet langer meer mogelijk om verschillende emissies te doen binnen dezelfde groep, of van verschillende klassen effecten, waarmee feitelijk het totaal opgehaalde kapitaal ver boven de € 2,5 miljoen uit zou kunnen komen⁵.

Om ervoor te zorgen dat de inhoud van een prospectus overal in Europa hetzelfde is, is er bij de oorspronkelijke richtlijn al voor gekozen om de inhoudelijke vereisten in een prospectus maximaal te harmoniseren. Dit geldt echter niet voor de prospectusaansprakelijkheid. Harmonisatie van prospectusaansprakelijkheid zou zeker geen overbodige luxe zijn. Beleggers in Europa genieten geen gelijkwaardige bescherming. Zo geldt in sommige lidstaten, waaronder Nederland, een omkering van de bewijslast en in sommige lidstaten niet. Ook wordt er in sommige lidstaten onderscheid gemaakt tussen particuliere en professionele beleggers. Daarnaast worden er per lidstaat verschillende eisen gesteld aan het causale verband. Deelt

⁵ Stcrt. 2009, nr. 20007 (Wijzigingsregeling financiële markten 2010).

de regering de mening dat het wenselijk is om deze aansprakelijkheidseisen in ieder geval gedeeltelijk te harmoniseren?

In overweging 12 van de herziene richtlijn prospectus staat dat de aansprakelijkheidsregelingen in de lidstaten aanzienlijke onderlinge verschillen vertonen als gevolg van de nationale bevoegdheid op civielrechtelijk gebied. Om de regelingen in de lidstaten te identificeren en te controleren zal de Commissie een vergelijkend overzicht opstellen van de stelsels in de lidstaten. Aan de hand van de uitkomst van dit onderzoek zal de regering vaststellen of het wenselijk is om de hierboven genoemde aansprakelijkheidseisen te harmoniseren.

De Europese Commissie noemt als reden dat nationale aansprakelijkheidsregimes te diep geïntegreerd zijn in nationale wetgeving en dat wanneer prospectusaansprakelijkheid wordt geharmoniseerd dit kan zorgen voor verstoringen in het nationale aansprakelijkheidsrecht. Opvallend is echter dat de harmonisatie van productaansprakelijkheid door middel van de Richtlijn productaansprakelijkheid niet heeft geleid tot verstoringen in het nationale aansprakelijkheidsrecht. De aansprakelijkheidsstandaarden in Europa zijn door de richtlijn volledig geharmoniseerd en hebben geleid tot een coherent productaansprakelijkheidsregime in de nationale rechtsordes. Ook in het voorstel voor de wijziging van de verordening inzake ratingbureaus wordt voorgesteld om de wettelijke aansprakelijkheid van ratingbureaus volledig te harmoniseren. De leden van de fractie van D66 vragen zich af waarom er in het geval van prospectusaansprakelijkheid niet gekozen is voor enige vorm van harmonisatie, terwijl dat wel is gedaan in het geval van de richtlijn productaansprakelijkheid en de voorgestelde verordening inzake ratingbureaus.

De stelling dat aansprakelijkheidsstandaarden door de richtlijn productaansprakelijkheid volledig geharmoniseerd zijn zou de regering graag wat willen nuanceren: De richtlijn productaansprakelijkheid harmoniseert voornamelijk de aansprakelijkheid van de producent op het gebied van 'strict liability' (aansprakelijkheid buiten schuld). Echter, aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad of op grond van contract is ook nog steeds mogelijk. Tevens is er in de literatuur⁶ op gewezen dat volledige harmonisatie - in substantie - niet is bereikt door de richtlijn productaansprakelijkheid.

Uit paragraaf 4.7 van het document getiteld: 'Background Document, Review of Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive)' ⁷ is op te maken dat de Europese Commissie van mening was dat een aanpak van het mogelijke gebrek aan 'level playing field' van prospectusaansprakelijkheid een ambitieus doel is. Om dit doel te bereiken was meer tijd nodig dan de Europese Commissie had voor het herzien van de richtlijn prospectus. Uit ditzelfde document is tevens op te maken dat het er op lijkt dat uitgevende instellingen goed omgaan met het feit dat er verschillen in aansprakelijkheidsregimes bestaan en dat zij hun beslissingen om beleggers te

⁶ Mak, Vanessa, The Degree of Harmonisation in the Proposed Consumer Rights Directive: A Review in Light of Liability for Products (March, 12 2009). MODERNISING AND HARMONISING CONSUMER CONTRACT LAW, Geraint Howells and Reiner Schulze, eds., pp. 307-324, Sellier, München, 2009; TICOM Working Paper on Comparative and Transnational Law No. 2009/03. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1358013>.
⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/prospectus/background_en.pdf.

benaderen in bepaalde lidstaten op andere gronden lijken te baseren dan juridische overwegingen omtrent aansprakelijkheid.

De Europese Commissie heeft inmiddels aan European Securities and Markets Authority (ESMA) gevraagd om de aansprakelijkheidsregimes in kaart te brengen⁸. Bij de voorgestelde verordening inzake ratingbureaus is civiele aansprakelijkheid van kredietbeoordelaars nog onderwerp van onderhandeling tussen de lidstaten, waarbij Nederland soortgelijke vragen stelt bij de civiele aansprakelijkheid als bij de Prospectusrichtlijn.

ChristenUnie

De leden van de CU-fractie hebben met belangstelling kennisgenomen van het wetsvoorstel maar hebben nog wel een aantal vragen. Deze betreffen de evaluatiestudie en de onderbouwing van een aantal wijzigingen.

De herziening van de richtlijn prospectus is gebaseerd op een evaluatiestudie van de vigerende richtlijn. De leden van de CU-fractie zouden graag over deze studie beschikken. Kan de regering daar zorg voor dragen?

De evaluatiestudie (impact assessment) van de richtlijn prospectus is beschikbaar via de volgende link:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/cses_report_en.pdf

De volgende overwegingen liggen ten grondslag aan deze vraag. De drempelbedragen voor een niet goed te keuren prospectus effecten aan het publiek worden verhoogd van € 50.000 naar € 100.000, de tegenwaarde van de reikwijdte van de richtlijn prospectus wordt opgehoogd van € 2,5 miljoen naar € 5 miljoen. Dit laatste onderdeel uit het Commissievoorstel wordt door de regering niet overgenomen. De leden van de CU-fractie steunen deze stellingname overigens, maar vragen de regering de onwenselijkheid van deze ophoging nader te onderbouwen. De leden van de CU-fractie vragen ook in welke mate deze ophoging werd ingegeven door de evaluatiestudie. Heeft de regering met de Europese Commissie overlegd over de andere route die het hier kiest? Zijn er ook andere EU-lidstaten die hier een soortgelijk afwijkend standpunt innemen?

Om te beginnen wil de regering graag benadrukken dat er met het handhaven van de € 2,5 miljoen grens niet wordt afgeweken van de bepalingen van de richtlijn prospectus. Elke lidstaat kan zelf beslissen hoe zij deze reikwijdte bepaling uit de richtlijn prospectus implementeert, deze keuzemogelijkheid voor lidstaten is bij de herziening van de richtlijn niet gewijzigd. De regering heeft derhalve niet overlegd met de Europese Commissie over de gekozen route. Overigens, niet elke lidstaat verhoogt de € 2,5 miljoen grens naar € 5 miljoen. Zweden verlaagt de grens bijvoorbeeld naar € 1 miljoen.

De ophoging is niet ingegeven door de evaluatie studie maar is tijdens de onderhandelingen over de richtlijn tot stand gekomen. De Nederlandse inzet was om de grens van € 2,5 miljoen te handhaven, andere lidstaten hebben echter sterk gepleit om de grens op te rekken.

⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/esmaadv_en.pdf, paragraaf 5.

Zoals aangekondigd in de Kabinetsreactie van 22 december 2010 op het eindrapport van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (commissie De Wit) heeft de regering ervoor gekozen om het grensbedrag van € 2,5 miljoen niet te verhogen. Een verhoging van dit grensbedrag zou betekenen dat het aantal van toezicht vrijgestelde aanbiedingen zou toenemen, hetgeen de regering een onwenselijke situatie vindt. De reden van het niet verhogen van deze grens is gelegen in de bescherming van beleggers.

Tot slot spreken de leden van de CU-fractie de nadrukkelijke wens uit dat de nieuwe richtlijnen op heldere wijze naar het publiek worden gecommuniceerd.

De AFM heeft reeds via de nieuwsbrief kapitaalmarkten aandacht geschonken aan de herziene richtlijn prospectus⁹. Daarnaast zal de AFM in de nieuwsbrief kapitaalmarkten ook aandacht schenken aan bepaalde nieuwe eisen uit de prospectus verordening.

De regering hoopt hiermee de vragen en opmerkingen in het verslag afdoende te hebben beantwoord.

De Minister van Financiën,

J.C. de Jager

⁹ <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuwsservice/kapitaalmarkten-archieef.aspx>