

Het mkb onder de nieuwe prospectusverordening: het 'light regime'

mr. M. van Oosten¹

Op 21 juli 2019 treedt de nieuwe Europese prospectusverordening in Nederland volledig in werking. Onder deze verordening worden verschillende prospectusregimes geïntroduceerd, waaronder dat voor het EU-groeipectus. Dit 'light regime' heeft als doel om het aantrekken van financiering op de Europese kapitaalmarkten voor het mkb makkelijker te maken. In dit artikel gaat de auteur verder in op (de achtergrond van) deze Prospectusverordening en in het bijzonder op het EU-groeipectus.

1. Inleiding

De nieuwe prospectusverordening wordt op 21 juli 2019 volledig van toepassing (hierna: de Prospectusverordening) en vervangt de oorspronkelijke prospectusrichtlijn uit 2003 (hierna: de Prospectusrichtlijn).² Het biedt een nieuw geharmoniseerd juridisch kader voor het aanbieden van effecten aan het publiek en voor de toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt.³ Hoewel de Prospectusverordening rechtstreekse werking heeft en dus niet hoeft te worden omgezet in nationaal recht, dient Nederland toch maatregelen te treffen om op voornoemde datum aan de Prospectusverordening te kunnen voldoen. Daarom heeft de Minister van Financiën de Wet implementatie prospectusverordening en het Besluit implementatie prospectusverordening voorgesteld.⁴ Deze zijn op 14 mei 2019 als hamerstuk afgedaan en worden tegelijkertijd met het van toepassing worden van de Prospectusverordening geïmplementeerd.

De afgelopen jaren heeft de Europese Commissie (hierna: de Commissie) de Prospectusrichtlijn geëvalueerd en beoordeeld. Daaruit komt onder andere naar voren dat de bestaande prospectusregels onvoldoende flexibiliteit bieden, met als gevolg dat er onvoldoende mogelijkheden zijn om te differentiëren in specifieke situaties. Voor het midden- en kleinbedrijf (mkb) leidt dat er op dit moment toe dat dit beperkte toegang heeft tot kapitaalmarkten en dat het wordt geconfronteerd met hoge administratieve lasten op het moment dat een prospectus wordt opgesteld. Mede tegen deze achtergrond vormt de Prospectusverordening een belangrijk onderdeel van het actieplan van de Europese Unie (EU) om tot een Europese kapitaalmarktenunie (KMU) te komen. Eén van de centrale thema's binnen dit actieplan is het wegnemen van belemmeringen voor het mkb, zodat het een grotere diversiteit aan financieringsbronnen in de EU kan aanboren, waaronder via de kapitaalmarkten. Mede in dit verband zijn de afgelopen jaren de verordeningen betreffende Europese durfkapitaalfondsen (EuVECA) en Europese sociaalondernemerschapfondsen (EuSEF) herzien, en is er op dit moment een Europese crowdfundingverordening in de maak. In navolging daarvan beoogt de Prospectusverordening tegemoet te komen aan het verder wegnemen van belemmeringen voor het mkb op de Europese kapitaalmarkten.

In dit artikel wordt de Prospectusverordening bezien vanuit het mkb, waarbij in het bijzonder wordt ingegaan op het 'light regime' dat onder deze verordening wordt geïntroduceerd. Daarmee wordt bedoeld op het zogenoemde EU-groeipectus. Uitzonderingen en vrijstellingen op de prospectusplicht onder de Prospectusverordening worden in dit artikel, op een enkel onderdeel na, niet inhoudelijk besproken. Hierna wordt eerst ingegaan op de achtergrond, doelstellingen en reikwijdte van de Prospectusverordening (paragraaf 2 en 3). Vervolgens wordt uitgebreid ingegaan op het EU-groeipectus (paragraaf 4). Er wordt besproken

1. Maurice van Oosten is advocaat bij Finnius in Amsterdam.

2. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

3. Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn 2003).

4. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enkele andere wetten in verband met de implementatie van de Prospectusverordening (Wet implementatie prospectusverordening) en Besluit van tot wijziging van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft en het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten in verband met de implementatie van de Prospectusverordening (Besluit implementatie prospectusverordening).

welke partijen in aanmerking komen voor het gebruik van het EU-groeipectus. Ook wordt de inhoud van verschillende onderdelen van het EU-groeipectus verder besproken. Het nieuw te introduceren verlicht openbaarmakingsregime voor secundaire uitgaven van effecten door uitgevende instellingen blijft in dit artikel buiten beschouwing.⁵ Tot slot bevat dit artikel enkele afsluitende opmerkingen (paragraaf 5).

2. Achtergrond en doelstellingen Prospectusverordening

2.1. Achtergrond

De wijzigingen van de prospectusregels waaraan deze special van dit tijdschrift gewijd is, volgen op een wijzigingsronde van enkele jaren geleden, waarin ook al werd geprobeerd het aantrekken van kapitaal voor het mkb te vergemakkelijken. De Prospectusrichtlijn is al een keer eerder geëvalueerd, namelijk in 2009. Dit heeft toen geleid tot een gedeeltelijke herziening van deze richtlijn, met als doel om de toepassing ervan te vereenvoudigen en te verbeteren, de doeltreffendheid ervan te verhogen en het internationale concurrentieniveau van de EU te vergroten. Hiermee dient te worden bijgedragen aan het verminderen van de administratieve lasten die met name voortvloeien uit de publicatie van een prospectus ingeval in de EU effecten aan het publiek worden aangeboden en/of tot de handel op gereglementeerde markten worden toegelaten.⁶ Na enkele wijzigingen van de Prospectusrichtlijn heeft de Europese wetgever niet stil gezeten en heeft hij op 1 juli 2012 via een gedelegeerde verordening wijzigingen in de op dit moment nog geldende prospectusverordening aangebracht.⁷ Hiermee is de regeling met betrekking tot minimumeisen voor het openbaar maken van informatie in een prospectus voor bepaalde emissies gewijzigd (het verlichte openbaarmakingsregime), waaronder voor emissies door kleine- en middelgrote ondernemingen (hierna ook: kmo's). Het betreft ondernemingen die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoet: (i) een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250, (ii) een balanstotaal van ten hoogste EUR 43 miljoen en (iii) een jaarlijkse netto omzet van ten hoogste

EUR 50 miljoen.⁸ Onder dit verlichte regime zijn voor deze categorie ondernemingen lichtere openbaarmakingsvereisten voor met name historische financiële informatie van toepassing geworden. Ook zijn het format en de inhoud van de prospectussamenvatting destijds aangepast.

Voornoemde wijzigingen hebben onvoldoende resultaat gehad, zo blijkt uit de effectbeoordeling van de Commissie waaraan in de inleiding al kort werd gerefereerd.⁹ Hieruit blijkt onder meer dat (i) de huidige regels rondom het prospectus nog steeds niet flexibel genoeg zijn (en daarmee niet geschikt voor sommige effecten en typen ondernemingen), (ii) de kosten voor naleving van de prospectusregels te hoog zijn, (iii) sprake is van ineffectieve informatievoorziening richting beleggers met als gevolg dat er feitelijk geen sprake is van effectieve beleggersbescherming en (iv) de Prospectusrichtlijn in verschillende lidstaten op een andere manier is geïmplementeerd waardoor er verschillen zitten in de voorwaarden van financiering.¹⁰ Uit de beoordeling komt verder naar voren dat bepaalde veranderingen aan de Prospectusrichtlijn niet hebben voldaan aan de oorspronkelijke doelstellingen en dat een verdere wijziging van prospectusregels binnen de EU noodzakelijk is, zodat de toepassing ervan wordt vereenvoudigd en verder verbeterd, maar ook dat de doeltreffendheid ervan wordt verhoogd en het internationale concurrentievermogen van de EU wordt versterkt.¹¹

2.2. Doelstellingen

Met de nieuwe prospectusregels wil de Commissie via hervorming de hiervoor geschetste knelpunten (alsnog) wegnemen. De Prospectusverordening heeft dan ook het volgende tot doel:¹²

- Het bieden van bescherming aan beleggers. Deze doelstelling slaat terug op het wegnemen van informatiediscrepancies tussen beleggers en uitgevende instellingen.¹³

5. Deze vereenvoudigde openbaarmakingsregeling voor secundaire uitgaven vindt haar grondslag in art. 14 Prospectusverordening en kan, kort gezegd, worden gebruikt door een uitgevende instelling die ten minste 18 maanden genoteerd is aan een gereglementeerde markt of een mkb-groeiemarkt. Deze regeling richt zich niet per definitie tot het mkb.

6. Zie considerans onder (4) Richtlijn 2010/73/EU.

7. Verordening (EG) 809/2004 (huidige prospectusverordening). Zie ook Gedelegeerde Verordening (EU) 486/2012.

8. Art. 2 lid 1 onder f Prospectusrichtlijn, zoals geïmplementeerd in art. 5:1 sub f Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). De termen 'kmo' en 'mkb' worden in dit artikel door elkaar gebruikt, maar inhoudelijk wordt hetzelfde bedoeld.

9. Zie SWD(2015) 255 final.

10. Zie ook: mr. drs. T.M.C. Arons & prof. mr. B.J. de Jong, 'Een nieuwe Verordening voor prospectus 2.0: minder lasten, meer flexibiliteit en relevantie', *Ondernemingsrecht* 2017/17.

11. Zie ook considerans onder (6) Prospectusverordening.

12. Zie ook considerans onder (7) Prospectusverordening.

13. Dit wordt ook wel het 'informatieparadigma' genoemd dat de wetgever tot uitgangspunt heeft genomen. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat beleggers door ontvangst van informatie via een prospectus over een kapitaalmarkttransactie in staat worden gesteld zelf een verantwoord oordeel te vormen over de te nemen beleggingsbeslissing. Zie in dit verband ook: mr. G.T.J. Hoff, 'Over de verbeelding van de misleide maatman', *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2013-2014, *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut*,

- Het vereenvoudigen van het aantrekken van financiële middelen op de kapitaalmarkten door het verminderen van administratieve lasten en het minder omslachtig maken van prospectussen van uitgevende instellingen.
- Het bevorderen en naar elkaar toegroeien van toezicht op Europees niveau door de controle en goedkeuring van prospectussen tussen lidstaten te harmoniseren, waarmee versnippering van de interne markt zoveel mogelijk wordt voorkomen.

De Commissie is tegen de achtergrond van deze doelstellingen van mening dat de nieuwe prospectusregels zullen bijdragen tot een lastenvermindering, betere en beknoptere informatieverstopping aan beleggers en een snellere procedure voor ondernemingen die geregeld financiering aantrekken op de kapitaalmarkten.¹⁴

3. Toepassingsbereik Prospectusverordening

3.1. Reikwijdte prospectusplicht

Op dit moment is de prospectusplicht die voortvloeit uit de Prospectusrichtlijn neergelegd in art. 5:2 Wft. Met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening komt dit wetsartikel te vervallen en is deze verplichting vanaf dat moment terug te vinden in art. 3 Prospectusverordening. Het eerste en het vijfde lid van dat artikel bepalen, kort gezegd, dat in beginsel, dus tenzij er sprake is van een uitzondering of vrijstelling, een prospectusplicht geldt wanneer (i) in de EU effecten aan het publiek worden aangeboden en/of (ii) effecten tot de handel op een in de EU gelegen of functionerende markt worden toegelaten. Dit prospectus dient voorafgaand aan deze aanbieding respectievelijk toelating te worden goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder en vervolgens te worden gepubliceerd. In Nederland is de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) bevoegd prospectussen goed te keuren. Ondanks de iets andere bewoordingen in de Prospectusverordening, verandert de reikwijdte van de huidige prospectusplicht niet. Deze is nog steeds van toepassing op effecten die worden aangeboden aan het publiek en/of worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Voor effecten die uitsluitend tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit (hierna: MTF) worden toegelaten, waaronder een mkb-groeiemarkt, geldt de prospectusplicht dus niet. Dit is anders als met de toelating van effecten tot een MTF ook een aanbieding van effecten gepaard gaat. In dat geval is alsnog de prospectusplicht van toepassing.

¹⁴ Deventer: Kluwer 2014, deel 121, p. 325.

14. C(2019) 2020 Final.

3.2. Definitie 'effect'

Bij de vraag of een prospectusplicht van toepassing is, speelt de voorvraag of er sprake is van (verhandelbare) effecten. Op dit moment wordt hiervoor aangesloten bij de definitie van 'effecten' zoals opgenomen in art. 1:1 Wft, die nauw aansluit bij de definitie van effect in de Prospectusrichtlijn. Met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening wijzigt deze definitie en zal vanaf dat moment worden aangeknoopt bij de definitie van 'effecten' zoals opgenomen in MiFID II.¹⁵ Onder MiFID II kwalificeren kort gezegd alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren (betaalinstrumenten uitgezonderd) als effect. Denk hierbij onder meer aan aandelen in een vennootschap, certificaten van aandelen, obligaties en andere schuldinstrumenten, maar ook waardepapieren die het recht verlenen dergelijke effecten te verwerven of te verkopen. Ondanks dat vanaf het moment van inwerkingtreding van de Prospectusverordening wordt aangeknoopt bij de definitie van effecten onder MiFID II die iets andere bewoordingen kent, is geen inhoudelijke wijziging van deze definitie (en daarmee de reikwijdte ervan) beoogd.¹⁶ De reikwijdte van de prospectusplicht wijzigt onder de Prospectusverordening dus in de kern niet ten opzichte van de huidige situatie. Er zal wel een omschakeling plaatsvinden van het gebruik van de Wft naar de Prospectusverordening.

3.3. Ondergrens prospectusplicht

In het kader van het toepassingsbereik van de Prospectusverordening is het vermeldenswaardig dat de ondergrens, het moment waarop *de facto* een prospectusplicht ontstaat, wordt gewijzigd. Art. 1 lid 3 Prospectusverordening bepaalt dat de prospectusplicht niet van toepassing is op een aanbieding van effecten aan publiek met een totale tegenwaarde binnen de EU van minder dan EUR 1 miljoen. Dit bedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden (niet gekoppeld aan een kalenderjaar). In tegenstelling tot de meeste andere bepalingen in de Prospectusverordening, is de nieuwe ondergrens van EUR 1 miljoen al op 21 juli 2018 van toepassing geworden.¹⁷ Tegen deze achtergrond is het enigszins opmerkelijk dat de oude ondergrens van EUR 100.000,- nog steeds in art. 5:3 lid 1 sub e Wft is opgenomen en pas wordt gewijzigd op 21 juli 2019.¹⁸

15. Art. 2 sub a) Prospectusverordening jo. art. 4 lid 1 punt 44 MiFID II.

16. De definitie 'effecten' in MiFID II is namelijk inhoudelijk hetzelfde als onder MiFID, op basis waarvan op 1 november 2007 de definitie 'effecten' in art. 1:1 Wft hiermee in lijn is gebracht.

17. Art. 49 lid 2 Prospectusverordening

18. Dit geldt overigens ook voor de conversievrijstelling die op dit moment nog is opgenomen in art. 5:4 lid 1 sub g Wft. Er is namelijk op 20 juli 2017 al een nieuwe conversievrijstelling van toepassing geworden, die is opgenomen in art. 1 lid 5 sub b Prospectusverordening.

De Europese wetgever heeft voor de aanpassing van deze prospectusdrempel gekozen omdat zij van mening is dat de kostprijs voor het opstellen van een prospectus in overeenstemming met de Prospectusverordening, niet in verhouding staat tot de verwachte opbrengst van een dergelijke aanbieding. Het staat lidstaten niet vrij de prospectusplicht uit te breiden voor aanbiedingen van effecten die onder deze ondergrens blijven. Wel hebben de lidstaten de vrijheid op nationaal niveau specifieke openbaarmakingsvoorschriften vast te stellen voor deze aanbiedingen, maar uitsluitend voor zover deze geen onevenredige of onnodige lasten vormen.¹⁹ Hierover in de volgende paragraaf meer.

3.4. Vrijstellingenregime

Indien de prospectusplicht op een uitgevende instelling van toepassing is, kan onder bepaalde omstandigheden gebruik worden gemaakt van een uitzondering op of vrijstelling van deze plicht. Zie hiervoor onder meer art. 1 lid 4 en lid 5 Prospectusverordening. Een bespreking van al deze uitzonderingen en vrijstellingen valt buiten het bestek van dit artikel. De Prospectusverordening bevat echter één vrijstelling waarvan door het (kleinere) mkb wel relatief veel gebruik wordt gemaakt. Die vrijstelling wordt hier daarom kort besproken.

De Europese wetgever heeft in art. 3 lid 2 Prospectusverordening de mogelijkheid voor lidstaten opgenomen om aanbiedingen van effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde van minder dan EUR 8 miljoen vrij te stellen van de prospectusplicht.²⁰ Dit betreft een lidstaatoptie waarbij de lidstaten de vrijheid krijgen om in hun nationale wetgeving een eigen drempel voor deze vrijstelling vast te stellen die gelegen dient te zijn tussen EUR 1 miljoen en EUR 8 miljoen.²¹ Deze totale tegenwaarde dient te worden berekend aan de hand van elke aanbieding van effecten aan publiek over een periode van twaalf maanden. Vooruitlopend op de inwerkingtreding van de Prospectusverordening heeft Nederland al gebruik gemaakt van deze mogelijkheid door de vrijstellingsdrempel zoals opgenomen in art. 53 lid 2 Vrijstellingsregeling Wft in 2017 te verhogen naar

EUR 5 miljoen.²² Tegelijkertijd met deze wijziging zijn minimum informatievereisten geïntroduceerd voor partijen die gebruik willen maken van deze vrijstelling en is een meldplicht bij de AFM geïntroduceerd. Gezien het bestek van dit artikel blijft een verdere inhoudelijke bespreking van dit vrijstellingenregime achterwege.²³

Het voorgaande roept de vraag op hoe het vrijstellingenregime zich precies verhoudt tot de ondergrens van EUR 1 miljoen, met name met betrekking tot de informatievoorziening richting beleggers voor aanbiedingen van effecten aan het publiek die onder deze prospectusdrempel blijven. Daarover heeft de Nederlandse wetgever opgemerkt dat zij gebruik maakt van een 'nationaal regime' voor dergelijke aanbiedingen.²⁴ Voor dit regime wordt aangesloten bij het vrijstellingenregime dat geldt voor aanbiedingen tussen de EUR 1 en EUR 5 miljoen. Kortom, ook voor aanbiedingen van effecten onder EUR 1 miljoen geldt in Nederland voor de uitgevende instelling een verplichting tot het opstellen van (ten minste) het informatiedocument en het melden van de aanbieding bij de AFM voordat met betreffende aanbieding van start kan worden gegaan. Als argumenten legt de Nederlandse wetgever hieraan ten grondslag dat potentiële beleggers in staat moeten zijn een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen en dat beleggers met het gestandaardiseerde informatiedocument ook beter in staat worden gesteld de belegging te begrijpen en met andere beleggingen te vergelijken.

4. Het EU-groeipropectus

4.1. Algemeen

De Prospectusverordening introduceert verschillende prospectusregimes om beter te kunnen differentiëren naar gelang de specifieke kenmerken van de verschillende soorten effecten, uitgevende instellingen, aanbiedingen en toelatingen. In dit artikel staat het lichtere prospectusregime voor mkb-ondernemingen centraal. Dit 'light regime' vertaalt zich in de Prospectusverordening naar de introductie van het EU-groeipropectus, dat in deze paragraaf verder wordt besproken.

4.2. De normadressaten

In art. 15 Prospectusverordening wordt de mogelijkheid gecreëerd een EU-groeipropectus op te stellen. Dit prospectus beoogt qua inhoud minder omvattend te zijn dan een regulier prospectus en meer te zijn afgestemd op de financieringsbehoefte

Zie in dit verband art. 49 lid 2 Prospectusverordening.
19. Zie ook considerans onder (12) Prospectusverordening.
20. Om hiervan gebruik te kunnen maken dient tevens aan de voorwaarde te zijn voldaan dat voor betreffende aanbieding van effecten geen kennisgeving overeenkomstig art. 25 Prospectusverordening vereist is.

21. European Securities and Markets Authority (ESMA) heeft vanuit transparantieoverwegingen op 8 februari 2019 op haar website een overzicht gepubliceerd waaruit blijkt welke drempel en bijbehorende regels iedere lidstaat hanteert bij gebruikmaking van het vrijstellingenregime. Zie: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-list-thresholds-below-which-eu-prospectus-not-required>.

22. Regeling tot wijziging van de Vrijstellingsregeling Wft, *Staatscourant* 2017, nr. 49343.

23. Zie hiervoor mr. R.E. Labeur, 'Rondom het nieuws – Een vleugje regulatore verlichting op de mkb-kapitaalmarkten', *FR* 2017, nr. 11, p. 531 – 535.

24. *Kamerstukken II* 2018/19, 35108, nr. 3, p. 3.

van mkb-ondernemingen, die lagere bedragen aan financiering nodig hebben. Voor deze type ondernemingen zouden de kosten voor het opstellen van een regulier prospectus namelijk onevenredig groot zijn.

Het EU-groeiopropectus is uitsluitend geschikt voor bepaalde, nader gespecificeerde categorieën ondernemingen die effecten aan het publiek willen aanbieden. Het EU-groeiopropectus is niet beschikbaar voor ondernemingen waarvan effecten zijn of zullen worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.²⁵ Met het uitsluiten van deze categorie wordt voorkomen dat voor ondernemingen aan een gereglementeerde markt een tweeledige informatienorm ontstaat. Het is namelijk van belang dat beleggers op deze markten erop kunnen vertrouwen dat de effecten van de uitgevende instellingen waarin zij beleggen, onderworpen zijn aan één openbaarmakingsregime.²⁶

4.3. Kmo's

De eerste categorie die in aanmerking komt voor het gebruik van het EU-groeiopropectus betreft 'kleine- en middelgrote ondernemingen' (kmo's of ook wel 'mkb-ondernemingen' genoemd).²⁷ Voor dit type ondernemingen is in art. 2 sub f Prospectusverordening een definitie opgenomen. Het betreft ondernemingen die volgens hun meest recente (geconsolideerde) jaarrekening aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoen:

1. een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250;
2. een balanstotaal van maximaal EUR 43 miljoen; en
3. een jaarlijkse netto-omzet die niet meer dan EUR 50 miljoen bedraagt.

Dit deel van de criteria is overgenomen uit de Prospectusrichtlijn.²⁸ Onder de Prospectusverordening wordt de definitie verder uitgebreid door ook een verwijzing naar de definitie 'kleine en middelgrote ondernemingen' in de zin van art. 4 lid 1 punt 13 MiFID II eraan toe te voegen. Dat zijn ondernemingen die op grondslag van hun eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde marktkapitalisatie hadden van minder dan EUR 200 miljoen. Hiermee wordt de huidige definitie van een 'kmo' onder de Prospectusverordening opgerekt tot beursgenoteerde ondernemingen met een dergelijke beurswaarde. De Europese wetgever heeft het uitbreiden van deze categorie ondernemingen passend geacht tegen de achtergrond dat het één van de belangrijkste doelstellingen van de kapitaalmarktunie is om de toegang tot financiering op de kapitaalmarkten voor deze doelgroep te vergemakkelijken.

4.4. Overige uitgevende instellingen

Ten tweede wordt het *light* regime van toepassing op diverse typen uitgevende instellingen die niet als 'kmo' kwalificeren. Om financiering voor deze doelgroep via de kapitaalmarkten te vergemakkelijken wordt in de Prospectusverordening ook speciale aandacht besteed aan de 'mkb-groeimarkt'. Deze mkb-groeimarkt is onder MiFID II geïntroduceerd en heeft als doel mkb-ondernemingen vlottere toegang te geven tot de kapitaalmarkten, maar ook om daarmee het succes van dergelijke platforms te vergroten.²⁹ Naast de kmo's wordt het voor de volgende typen uitgevende instellingen onder de Prospectusverordening mogelijk een EU-groeiopropectus op te stellen voor het aanbieden van effecten aan het publiek:

- een andere uitgevende instelling dan een kmo, waarvan de effecten al worden of zullen worden verhandeld (in het geval van een eerste notering van de effecten) tot een mkb-groeimarkt, maar uitsluitend voor zover deze uitgevende instelling op basis van de eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde beurswaarde had van minder dan EUR 500 miljoen; en
- een andere onderneming dan een kmo of een uitgevende instelling zoals hierboven onder de vorige gedachtestreep bedoeld, maar uitsluitend indien is voldaan aan de volgende voorwaarden:
 1. de aanbieding van effecten aan het publiek in de EU heeft een totale tegenwaarde van niet meer dan EUR 20 miljoen, berekend over een periode van twaalf maanden;
 2. de uitgevende instelling heeft geen effecten die op een MTF (dus ook niet op een mkb-groeimarkt) worden verhandeld; en
 3. de uitgevende instelling heeft in het voorgaande boekjaar gemiddeld niet meer dan 499 werknemers gehad.

Verder creëert de Prospectusverordening de mogelijkheid dat ook aanbieders van effecten (denk hierbij aan de secundaire markt) die worden uitgegeven door deze twee hiervoor genoemde typen uitgevende instellingen, in aanmerking komen voor het gebruik van het EU-groeiopropectus.

4.5. Verdere uitbreiding

Nog voor het van toepassing worden van de Prospectusverordening in de lidstaten, achtte de Europese wetgever het nodig de Prospectusverordening al weer op enkele onderdelen aan te passen. Zij is namelijk van mening dat meer moet worden gedaan om een gunstig regelgevingskader te ontwikkelen waarmee de toegang van het mkb tot publieke financiering wordt vergroot, wat met name dient te worden

25. Art. 15 lid 1 Prospectusverordening.

26. Zie ook considerans onder (53) Prospectusverordening.

27. Art. 15 lid 1 Prospectusverordening.

28. Zie art. 2 lid 1 sub f) Prospectusrichtlijn.

29. Zie art. 33 MiFID II.

bereikt door het bevorderen van het gebruik van mkb-groeiemarkten door vermindering van de administratieve lasten. Via een verordening zal de reikwijdte van art. 15 Prospectusverordening (zeer waarschijnlijk) verder worden uitgebreid.³⁰ Deze wijzigingsverordening beoogt ook wijzigingen aan te brengen in onder meer de Verordening Marktmissbruik.

Het betreffende wetsvoorstel merkt op dat de huidige definities van mkb's in de Prospectusverordening te restrictief kunnen zijn, vooral voor uitgevende instellingen die toelating tot de handel op een mkb-groeiemarkt beogen en die doorgaans groter zijn dan traditionele mkb-ondernemingen. In dit verband wordt voorgesteld aan art. 15 lid 1 Prospectusverordening een nieuwe categorie ondernemingen toe te voegen, te weten andere uitgevende instellingen dan mkb-ondernemingen die aandelen aanbieden aan het publiek en tegelijkertijd een verzoek indienen om deze aandelen op een mkb-groeiemarkt toe te laten. Hieraan zijn wel enkele voorwaarden verbonden, namelijk dat deze uitgevende instellingen (i) nog geen aandelen hebben uitgegeven die al zijn toegelaten tot een mkb-groeiemarkt en (ii) een beurswaarde hebben van minder dan EUR 200 miljoen. In tegenstelling tot de categorieën ondernemingen die hiervoor in deze paragraaf zijn besproken, heeft deze nieuwe categorie uitsluitend betrekking op aandelen (en dus niet op andere type effecten).

Met deze verdere uitbreiding beoogt de Europese wetgever te voorkomen dat ondernemingen die niet (meer) vallen onder de definitie van 'kleine en middelgrote ondernemingen' het EU-groeipectus niet kunnen gebruiken bij aanbiedingen van aandelen aan het publiek die direct worden gevolgd door een initiële toelating (IPO) op een mkb-groeiemarkt. Het is nog niet duidelijk wanneer deze wijzigingen in werking treden, maar het is niet te verwachten dat dit tegelijk met het van toepassing worden van de Prospectusverordening zal zijn.

4.6. De inhoud en taal

Het EU-groeipectus bevat ten opzichte van een volledig prospectus verkorte informatie. Het doel hiervan is dat mkb-ondernemingen een kostenefficiënte toegang tot de kapitaalmarkten hebben, omdat naar meer evenredigheid wordt gezocht tussen de omvang van de onderneming en diens financieringsbehoefte ten opzichte van de kostprijs voor het opstellen van een prospectus.

Tegelijkertijd dient daarbij de bescherming van de beleggers in voldoende mate te worden gewaarborgd via openbaarmaking van essentiële en relevante informatie, zodat beleggers daarop hun beleggingsbeslissing kunnen baseren.³¹ Er wordt qua inhoud van het EU-groeipectus bijvoorbeeld onder meer 'bezuinigd' op het opnemen van historische financiële informatie. Voor het EU-groeipectus geldt ten opzichte van reguliere prospectussen een korter tijdvak (één jaar) waarover deze informatie dient te worden opgenomen. Op dit vlak wordt aangesloten bij het verlichte openbaarmakingsregime dat in 2012 is geïntroduceerd via de wijziging van de huidige prospectusverordening.

Het EU-groeipectus is een gestandaardiseerd document dat in eenvoudige taal dient te zijn geschreven, zodat het voor beleggers goed te begrijpen is. De Prospectusverordening licht niet toe wat eenvoudige taal is, maar het ligt voor de hand aan te nemen dat de inhoud van het EU-groeipectus is afgestemd op goed te begrijpen is voor een de gemiddelde belegger, waarbij zoveel mogelijk niet-technische bewoordingen worden gebruikt en teksten op zo'n toegankelijk mogelijke wijze gestructureerd worden gepresenteerd.³²

In tegenstelling tot de huidige prospectusverordening en daarbij behorende bijlagen, stelt de Prospectusverordening niet zelf vast waaraan de inhoud van het EU-groeipectus moet voldoen. In art. 15 lid 2 Prospectusverordening is de Commissie opgedragen om via een gedelegeerde handeling verdere invulling te geven aan de verkorte inhoud, de gestandaardiseerde vorm en volgorde van de opbouw van het EU-groeipectus, waaronder een samenvatting die specifiek is bedoeld voor EU-groeipectussen (hierna: de 'specifieke samenvatting'). De Commissie heeft inmiddels twee gedelegeerde verordeningen opgesteld die per 21 juli 2019 van toepassing worden. De eerste gedelegeerde verordening heeft tot doel te bepalen en vast te stellen welke informatie uitgevende instellingen moeten opnemen, waaronder voor het EU-groeipectus (hierna: Gedelegeerde Verordening).³³ De opbouw ervan is vergelijkbaar met de huidige prospectusverordening. Tegelijkertijd met de inwerkingtreding van deze Gedelegeerde Verordening wordt de huidige prospectusverordening ingetrokken.³⁴ De tweede gedelegeerde verordening stelt technische reguleringsnormen vast, met als doel verschillende technische details van de nieuwe prospectusregels verder te specificeren (verdere

30. COM(2018) 331 final. Zie in dit verband ook de aanpassingen op de wetgevingsresolutie van het Europees Parlement van 18 april 2019 over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeiemarkten betreft (COM(2018)0331 – C8-0212/2018 – 2018/0165(COD)).

31. Zie considerans onder (51) Prospectusverordening en art. 15 lid 2 Prospectusverordening.

32. Zie met betrekking tot de samenvatting van een prospectus ook de considerans onder (30) van de Prospectusverordening.

33. C(2019) 2020 final.

34. Dit volgt uit art. 46 Gedelegeerde Verordening.

detaillering en verduidelijking).³⁵ Dit ziet onder meer op minimuminhoud en vorm van essentiële informatie in de samenvatting van een prospectus, de publicatie ervan, maar ook regels rondom (de verspreiding van) reclame en publicatie van aanvullingen op een prospectus. Met de inwerkingtreding van deze verordening worden de huidige gedelegeerde verordeningen die betrekking hebben op technische reguleringsnormen voor (i) de publicatie van supplementen op het prospectus en (ii) goedkeuring en publicatie van het prospectus en verspreiding van reclame ingetrokken.³⁶ Het EU-groeipectus bestaat uit de volgende specifieke onderdelen: (i) een specifieke samenvatting, (ii) een EU-groeiregistratiedocument en (iii) een EU-groeierrichtingsnota. Deze onderdelen wordt hierna afzonderlijk verder besproken. Het EU-groeipectus kan in de vorm van één enkel document worden opgesteld of bestaan uit afzonderlijke documenten, maar kan ook de vorm van een basisprospectus aannemen.³⁷ Uitgevende instellingen zijn dus vrij om te bepalen in welke vorm een EU-groeipectus wordt opgesteld en kunnen hiermee differentiëren. Als een EU-groeipectus bestaat uit afzonderlijke documenten (driedelige documentstructuur³⁸) of is vormgegeven als een basisprospectus, kan sneller worden ingespeeld op bepaalde marktomstandigheden. Dit heeft te maken met het feit dat dan al bepaalde onderdelen van dat specifieke prospectus zijn goedgekeurd door de AFM. In een dergelijk geval zal een goedkeuringsprocedure veelal (aanzienlijk) minder tijd in beslag nemen.

4.6.1. De specifieke samenvatting

Algemeen: de samenvatting voor 'reguliere' prospectussen

Onder de Prospectusverordening zal de samenvatting van het prospectus op verschillende onderdelen wijzigen. Deze samenvatting dient kort, eenvoudig en voor beleggers makkelijk te begrijpen zijn. Art. 7 Prospectusverordening bevat de regels die als basis dienen bij het opstellen van een samenvatting voor reguliere prospectussen. Als uitgangspunt hierbij geldt dat deze samenvatting in beginsel een maximumlengte van zeven pagina's heeft en dat de uitgevende instelling maximaal vijftien risicofactoren daarin mag opnemen die het meest materieel en specifiek zijn voor de effecten waarin wordt belegd.³⁹ Een verdere inhoudelijk bespreking van de regels rondom de

reguliere samenvatting blijft in dit artikel buiten beschouwing.

De 'specifieke samenvatting' voor het EU-groeipectus

De Gedelegeerde Verordening merkt over de samenvatting in het EU-groeipectus aanvullend op dat het beleggers de essentiële informatie dient te verstrekken die nodig is om te beslissen welke aanbiedingen van effecten zij verder willen onderzoeken.⁴⁰ Het dient als een inleiding op het te lezen prospectus en zal dus in samenhang met andere specifieke onderdelen moeten worden gelezen. Om ervoor te zorgen dat de omvang van betreffende samenvatting is afgestemd op de verkorte omvang van het EU-groeipectus, wordt deze specifieke samenvatting beperkt ten opzichte van een reguliere samenvatting als bedoeld in art. 7 van de Prospectusverordening.

In hoofdstuk IV Gedelegeerde Verordening zijn specifieke regels opgenomen voor de samenvatting voor het EU-groeipectus, die daarin wordt aangehaald als 'specifieke samenvatting'. Art. 32 Gedelegeerde Verordening bepaalt dat de specifieke samenvatting onderdeel dient uit te maken van een EU-groeipectus, waarvan de inhoud vervolgens in art. 33 verder wordt uitgewerkt. Het artikel bevat een aantal verplichtingen die onder de huidige prospectusverordening ook al gelden. Zo dient de inhoud van de specifieke samenvatting accuraat, waarheidsgetrouw, duidelijk en niet misleidend te zijn. Deze dient tevens in overeenstemming te zijn met de andere onderdelen (registratiedocument en richtingsnota) van het EU-groeipectus. De specifieke samenvatting dient een op zichzelf leesbaar onderdeel te zijn dat verder geen kruisverwijzingen naar andere delen van het EU-groeipectus bevat of informatie die 'door middel van verwijzing' is opgenomen.

De lengte van de specifieke samenvatting voor het EU-groeipectus bedraagt in beginsel maximaal zes afgedrukte bladzijden van A4-formaat, één pagina minder dan de reguliere samenvatting. Het is van belang dat de teksten makkelijk leesbaar zijn en geen lettergroottes worden gebruikt die zo klein zijn dat de teksten onleesbaar worden. Het is dus niet de bedoeling dat zoveel tekst met erg kleine lettertypes in de samenvatting wordt opgenomen dat die niet meer leesbaar is. Net als bij de reguliere samenvatting kan de maximumlengte van de specifieke samenvatting in bepaalde gevallen met één of meer pagina's worden uitgebreid.⁴¹ Indien bijvoorbeeld een garantie aan de aan te bieden effecten is verbonden, kan de specifieke samenvatting met één pagina worden uitgebreid. Dit is twee pagina's indien de specifieke samenvatting meerdere effecten behandelt die op beperkte punten van elkaar verschillen, zoals

35. C(2019)2022 final.

36. Dit betreft Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 382/2014 en Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/301.

37. Art. 32 lid 1 t/m lid 3 Gedelegeerde Verordening.

38. Een uit afzonderlijke documenten bestaand prospectus bestaat uit (i) een samenvatting, (ii) een registratiedocument en (iii) een richtingsnota.

39. Art. 7 lid 7 sub d) jo. lid 10 Prospectusverordening.

40. Zie considerans onder (20) Gedelegeerde Verordening, en in het bijzonder ook art. 33 lid 1 en lid 2 Gedelegeerde Verordening.

41. Art. 33 lid 4 en lid 12 Gedelegeerde Verordening.

uitgifteprijs of vervaldatum. Hierbij kan worden gedacht aan de aanbidding van een obligatielening die is onverdeeld in verschillende series obligaties, die qua voorwaarden op bepaalde onderdelen van elkaar verschillen.

Via de Gedelegeerde Verordening wordt de inhoud van de verschillende typen prospectussen omschreven, waarbij voor de exacte inhoud ervan vervolgens naar bijbehorende bijlagen (hierna: Bijlage(n)) wordt verwezen. De Gedelegeerde Verordening kent in totaal 29 Bijlagen. Voor de specifieke samenvatting van het EU-groeipropectus is een verwijzing naar Bijlage 23 opgenomen, waarin de indeling is weergegeven. De specifieke samenvatting is onderverdeeld in vier rubrieken. Op basis van art. 33 lid 7 Gedelegeerde Verordening is het mogelijk een aantal subrubrieken te gebruiken in de specifieke samenvatting om de daarin opgenomen informatie te presenteren. In dit lid wordt overigens verwezen naar Bijlage 22, wat enige onduidelijkheid veroorzaakt en lijkt te impliceren dat ook rubrieken uit deze bijlage aan de specifieke samenvatting mogen worden toegevoegd. Gezien de specifieke verwijzingen naar onder andere afdelingen drie en vier, die niet terugkomen in Bijlage 22, lijkt het erop dat sprake is van een verschrijving van de wetgever en dat hier 'bijlage 23' moet worden gelezen.

Ook voor de specifieke samenvatting geldt dat niet meer dan vijftien risicofactoren mogen worden opgenomen.⁴² Deze risicofactoren hebben betrekking op de voornaamste risico's die specifiek zijn voor (i) de uitgevende instelling, (ii) de effecten die worden aangeboden en (iii) die eigen zijn aan de garant (voor zover hiervan sprake is). Dit verschilt dus niet ten opzichte van het aantal risicofactoren dat in een reguliere samenvatting maximaal mag worden opgenomen.

4.6.2. Het EU-groeiregistratiedocument en de EU-groeiverrichtingsnota

De Gedelegeerde Verordening voorziet ook in specifieke registratiedocumenten en verrichtingsnota's voor het EU-groeipropectus. Voor beide van deze documenten maakt de Gedelegeerde Verordening onderscheid tussen effecten met aandelenkarakter (zoals aandelen in het kapitaal van een naamloze vennootschap of certificaten van aandelen) en effecten zonder aandelenkarakter (zoals obligaties). Afhankelijk van het type effecten dat een uitgevende instelling wenst aan te bieden, zullen specifieke Bijlagen van toepassing zijn. Indien een uitgevende instelling die bevoegd is een EU-groeipropectus op te stellen effecten met een aandelenkarakter wil aanbieden, dienen het EU-groeiregistratiedocument en de EU-groeiverrichtingsnota op basis van de artikelen 28 en 30 Gedelegeerde Verordening

te worden opgesteld aan de hand van Bijlage 24 respectievelijk Bijlage 26. Voor effecten zonder aandelenkarakter betreft dit Bijlage 25 en 27.⁴³ De Bijlagen schrijven de minimuminformatie voor die in de verschillende onderdelen van het prospectus dient te worden opgenomen. Dit betekent dat het in bepaalde gevallen mogelijk is, of zelfs nodig is, meer informatie op te nemen omdat dit nodig is om de beleggers in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen.

Het voert te ver om in dit artikel alle Bijlagen die betrekking hebben op het EU-groeipropectus afzonderlijk inhoudelijk te bespreken. Ik beperk me tot het benoemen van de informatiecategorieën die terugkomen in het EU-groeiregistratiedocument en de EU-groeiverrichtingsnota.⁴⁴ Het EU-groeiregistratiedocument heeft betrekking op de uitgevende instelling en dient in ieder geval informatie te bevatten over: (i) de verantwoordelijkheid voor het document, (ii) strategie, prestaties en ondernemingsklimaat, (iii) corporate governance, (iv) jaarrekening(en) en essentiële prestatie-indicatoren, (v) bedrijfsresultaten en financiële toestand en (vi) informatie over rechtszaken/arbitrages, belangenconflicten en het aandelenkapitaal. De EU-groeiverrichtingsnota heeft daarentegen betrekking op de informatie over de aan te bieden effecten. Dit document dient in ieder geval de volgende informatie te bevatten: (i) verantwoordelijke personen voor de inhoud van het document, (ii) verklaring inzake het werkkapitaal en overzicht kapitalisatie en schuldenlast van de onderneming in kwestie, (iii) voorwaarden van de effecten en daaraan verbonden rechten, (iv) nadere bijzonderheden over de aanbidding en verwacht tijdschema en (v) informatie over de garant van de effecten (voor zover deze aanwezig is).

Na een verdere bestudering van de Bijlagen die de minimale informatievereisten voor het EU-groeiregistratiedocument respectievelijk de EU-verrichtingsnota voorschrijven en een vergelijking met enkele Bijlagen die betrekking hebben op het reguliere prospectus, lijkt het erop dat de minimale informatievereisten voor het EU-groeipropectus ten opzichte van het reguliere prospectus met name anders zijn gerubriceerd. Op enkele onderdelen zal het EU-groeipropectus qua informatievoorziening richting beleggers wat lichter uitpakken dan het geval zal zijn bij een regulier prospectus. Denk hierbij bijvoorbeeld aan een kortere verslagperiode met betrekking tot het opnemen van historische financiële informatie in het EU-groeipropectus. Tegen deze achtergrond ben ik, ondanks de doelstellingen die ten grondslag liggen aan de Prospectusverordening en de opdracht aan de Commissie om ervoor te zorgen dat het EU-groeipropectus *aanzienlijk* lichter dient te zijn dan het reguliere prospectus, er nog niet

42. Art. 33 lid 8 Gedelegeerde Verordening.

43. Zie hiervoor art. 29 en 31 Gedelegeerde Verordening.

44. Meer informatie hierover is ook terug te vinden in bijlage IV en bijlage V van de Prospectusverordening.

van overtuigd dat het EU-groeipropectus aan deze wensen volledig tegemoet gaat komen.

5. Afsluitende opmerkingen

De Prospectusverordening moet de doelstellingen gaan waarmaken die onder het huidige prospectusregime niet, of slechts in zeer beperkte mate, zijn gerealiseerd. Deze nieuwe prospectusregels beogen een belangrijke bijdrage te leveren aan een verdieping en verdere integratie van de Europese kapitaalmarkten. Tegen deze achtergrond worden onder de Prospectusverordening verschillende prospectusregimes geïntroduceerd, zodat de prospectusregels beter op specifieke situaties kunnen worden afgestemd. Een belangrijke doelgroep is het mkb. De reikwijdte van de prospectusplicht verandert niet met de komst van de Prospectusregels.

Voor diverse categorieën mkb ondernemingen zoals omschreven in paragraaf 4.2 van dit artikel wordt het EU-groeipropectus geïntroduceerd. Dit 'light regime' heeft tot doel de administratieve last (en bijbehorende kosten) voor deze doelgroep te verminderen op het moment dat die zich voor financiering wendt tot de kapitaalmarkten. Het EU-groeipropectus is op een brede groep ondernemingen van toepassing. Gezien dit brede toepassingsbereik is mijn verwachting dat in de toekomst veel van dit prospectusregime gebruik zal worden gemaakt. Of, en zo ja, in hoeverre, dit light regime echter tegemoet gaat komen aan de doelstellingen die ten grondslag liggen aan de Prospectusverordening, in het bijzonder het verminderen van de administratieve last voor het mkbendeffectiviteitvandeinformatievoorziening richting beleggers, valt nog te bezien. In ieder geval dient de toepassing van Prospectusverordening uiterlijk op 21 juli 2022 door de Commissie te zijn geëvalueerd, waaronder het EU-groeipropectus en of dit regime haar doelstellingen waarmaakt. Op basis daarvan zullen eventuele verdere wijzigingen worden doorgevoerd in de Prospectusverordening. De Commissie lijkt zich dus ook bewust van de uitdagingen die hiermee gemoeid zijn. De tijd zal het leren.