

# De Wijzigingswet financiële markten 2010, het gelijke speelveld en de gewijzigde prospectusrichtlijn

Mr. F. P. C. Strijbos \*

## Inleiding

Alhoewel de naam anders doet vermoeden, heeft de Wijzigingswet financiële markten 2010 (hierna: de wijzigingswet) niet in 2010 het licht gezien. Aanvankelijk zou het voorstel op 1 januari 2010 in werking treden, maar doordat er discussie was ontstaan over het zogenoemde wildwestbordje (zie hierna) liep de behandeling ervan vertraging op.<sup>1</sup> De val van het kabinet in het voorjaar van 2010, waarna het voorstel controversieel werd verklaard,<sup>2</sup> en de trage formatie en trage parlementaire behandeling die daarop volgden, hebben de inwerkingtreding over de jaarwisseling getild.

Bij het ter perse gaan van deze bijdrage was onduidelijk wanneer de wetswijziging van kracht zou worden. Het voorstel is door de Tweede Kamer als hamerstuk afgedaan en de vaste commissie voor Financiën van de Eerste Kamer zal vermoedelijk begin februari een voorlopig verslag uitbrengen. Het voorstel bevat 'voornamelijk wijzigingen van technische aard'.<sup>3</sup> Toch liggen er in de wijzigingswet ook enkele beleidsmatige wijzigingen besloten, waarvan ik er twee zal bespreken, te weten de introductie van het zogenoemde wildwestbordje en de verhoging van, kort gezegd, de minimumcoupure waarbij de prospectusplicht bij aanbiedingen van effecten niet van toepassing is. Deze wijzigingen beogen de positie van particuliere niet-deskundige beleggers te versterken, maar zullen ook onwenselijke gevolgen hebben voor institutionele beleggers.

## Het geüniformeerde *wholesale*-regime

Het nationale recht hanteert een bedrag van EUR 50.000 als waterscheiding tussen wel en niet gereguleerde aanbiedingen van effecten, deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen (niet-icbe's), beleggingsobjecten en deposito's. Beleggingen met een dergelijke coupure zijn in de regel alleen interessant voor institutionele of ter zake deskundige beleggers. De reden dat een uniform bedrag wordt gehanteerd, is dat de wetgever

een gelijk speelveld wil creëren tussen de genoemde producten.<sup>4</sup>

Ingevolge artikel 5:2 Wet op het financieel toezicht (Wft) is het verboden in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of te doen toelaten tot een gereguleerde markt, tenzij een door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld (de prospectusplicht). De prospectusplicht is gebaseerd op artikel 3 van Richtlijn 2003/71/EG (hierna: de prospectusrichtlijn). Onlangs is deze richtlijn volgens de Lamfussy-wetgevingsprocedure geëvalueerd en herzien.<sup>5</sup>

De prospectusplicht is niet van toepassing op aanbiedingen van effecten met een nominale waarde van ten minste EUR 50.000 of effecten die slechts kunnen worden verkregen voor een tegenwaarde van ten minste EUR 50.000 per belegger (art. 3 lid 2 sub c en d prospectusrichtlijn en art. 5:3 lid 1 sub c en d Wft). De Wft kent een soortgelijke vrijstelling voor aanbieders van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen (niet-icbe's) en aanbieders van beleggingsobjecten. Deze vrijstellingen berusten niet (zoals art. 5:3 Wft) op een Europeesrechtelijke grondslag, maar zijn van nationale oorsprong. Tot slot is het bedrag van belang voor wanneer degene die een deposito of andere opvorderbare gelden aanhoudt, wordt aangemerkt als professionele marktpartij (art. 3 lid 2 sub a Besluit definitiebepalingen Wft). Voor zover opvorderbare gelden van uitsluitend professionele marktpartijen worden verkregen, is het aantrekkingsverbod van artikel 3:5 Wft niet van toepassing.

De afgelopen jaren hebben er malversaties plaatsgevonden met investeringen die werden aangeboden onder het *wholesale*-regime. Deze producten (doorgaans beleggingsobjecten of deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen) werden onder het *wholesale*-regime aangeboden, terwijl ze bestemd waren voor particuliere beleggers. De AFM heeft uit de Wet oneerlijke handelspraktijken<sup>6</sup> een serie informatieverplichtingen afge-

\* Mr. F.P.C. Strijbos is kennismedewerker bij Clifford Chance te Amsterdam en als promovendus verbonden aan het Onderzoekscentrum Onderneming en Recht te Nijmegen.

1. Kamerstukken II 2009/10, 32 036, nr. 8, p. 2 e.v.  
2. Kamerstukken II 2009/10, 32 333, nr. 42 en 64.  
3. Kamerstukken II 2008/09, 32 036, nr. 3, p. 1 (MvT).

4. Zie bijv. Kamerstukken II 2010/11, 32 036, nr. 19, p. 13.

5. Considerans 4 van Richtlijn 2010/73/EU tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG en Richtlijn 2004/109/EG (hierna: de wijzigingsrichtlijn) en art. 31 van Richtlijn 2003/71/EG.

6. Stb. 2008, 397.

leid waarmee toch een zekere vorm van toezicht wordt uitgeoefend op deze instellingen. Enerzijds vraagt de AFM uit hoofde van artikel 5:20 Awb informatie ter zake van niet-gereguleerde aanbiedingen. Anderzijds merkt de AFM het niet publiceren van bepaalde (al dan niet via de weg van art. 5:20 Awb verkregen) informatie aan als een oneerlijke handelspraktijk jegens obligatiehouders/participanten. Deze praktijk heeft de afgelopen anderhalf jaar tot de nodige sanctiebesluiten en jurisprudentie geleid.<sup>7</sup>

### **Van EUR 50.000 naar EUR 100.000**

De aanbieders van 'malafide beleggingsproducten'<sup>8</sup> hebben ook de aandacht getrokken van de Tweede Kamer en de regering. Mede op initiatief van Nederland is bij de herziening van de prospectusrichtlijn de grens voor niet-prospectusplichtige aanbiedingen verhoogd naar EUR 100.000. De considerans van de wijzigingsrichtlijn vermeldt:

'De in [de prospectusrichtlijn; KS] genoemde drempel vormt geen afspiegeling meer van het verschil qua beleggingscapaciteit tussen kleine en professionele beleggers, aangezien blijkt dat zelfs kleine beleggers recent investeringen hebben gedaan van meer dan 50 000 EUR bij één transactie.'

Een amendement van de wijzigingswet dat dezelfde verhoging toepast op de vrijstellingsgrens voor aanbieders van beleggingsobjecten en deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen is door de minister van Financiën overgenomen in de achtste nota van wijziging.<sup>9</sup> De minister heeft aangegeven dat hij de verhoging zal doorvoeren zodra de wijzigingswet in werking is getreden en de richtlijn tot herziening van de prospectusrichtlijn is gepubliceerd. Nu deze publicatie reeds heeft plaatsgevonden,<sup>10</sup> is de kans groot dat de verhoging ruim voor de uiterste implementatiedatum van de wijzigingsrichtlijn van kracht zal worden.

De wijzigingswet zal niet direct een ophoging van de vrijstellingsgrens ten aanzien van beleggingsobjecten en deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen tot gevolg hebben. Het grensbedrag is wat deze producten betreft namelijk niet op wettelijk niveau geregeld, zoals ten aanzien van de prospectusplicht, maar op het niveau van een ministeriële regeling (de vrijstellingsregeling Wft). Het merkwaardige van de huidige versie van de wijzigingswet is dat zij dit in de vrijstellingsregeling opgenomen bedrag op wettelijk niveau wil aanpassen. Hiertoe zal in artikel 2:59 en 2:74 Wft worden vastgelegd dat *in elk geval* zijn vrijgesteld degenen die aanbiedingen doen van meer dan EUR 100.000. Deze wijziging is zinsledig totdat de minister de daadwerkelijke grensbedragen uit de vrijstellings-

regeling heeft aangepast. Dat in de Wft in elk geval zijn vrijgesteld aanbiedingen van meer dan EUR 100.000, betekent immers niet dat op grond van de vrijstellingsregeling geen lager grensbedrag kan gelden. Mijns inziens had de wijziging van artikel 2:59 en 2:74 Wft dus beter achterwege kunnen blijven. Het ligt in de rede dat de minister van Financiën bij de inwerkingtreding van de wijzigingswet het bedrag in de vrijstellingsregeling aanpast.

Het enige (niet-beoogde) gevolg van de huidige formulering van de wijzigingswet is dat de minister van Financiën niet langer de vrijstellingsgrens verder kan verhogen naar een bedrag boven de EUR 100.000. Dit kan geboden zijn indien de Europese Commissie het grensbedrag uit de gewijzigde prospectusrichtlijn verder ophooft (de bevoegdheid hiertoe vloeit voort uit art. 3 lid 4 (nieuw) van de gewijzigde prospectusrichtlijn). Bij een dergelijke verhoging kan door de huidige formulering van artikel 2:59 en 2:74 (nieuw) Wft niet worden vastgehouden aan het geüniformeerde grensbedrag.

Op de markt voor (spaar)deposito's en andere opvorderbare gelden zal door de wijzigingswet niets veranderen. De definitie van professionele marktpartij wordt door de wijzigingswet niet aangepast. Het Wijzigingsbesluit financiële markten 2011,<sup>11</sup> dat een aantal uit de Wft voortvloeiende AMvB's aanpast, bevat geen aldus luidende bepaling. Dit besluit dateert van voor de achtste nota van wijziging, wat verklaart waarom het nieuwe grensbedrag hier niet in is meegenomen. Mocht de minister het Besluit definitiebepalingen Wft niet alsnog gaan wijzigen, dan lijkt het mij aannemelijk dat de definitie van professionele marktpartijen en daarmee het aantrekkingsverbod over het hoofd zijn gezien. In elk geval blijkt niet uit de parlementaire geschiedenis dat de wetgever de gelijkenschakeling tussen de verschillende grensbedragen zou hebben willen loslaten.

### **Het wildwestbordje**

Het is de vraag of het *wholesale*-regime zijn belang voor de institutionele markt zal behouden na invoering van de wijzigingswet. Door de invoering van het zogenoemde wildwestbordje zal bij elke vrijgestelde uitgifte waarbij effecten worden aangeboden aan niet-gekwalificeerde beleggers een gestandaardiseerde waarschuwing worden gegeven die uit commercieel oogpunt een belemmering kan vormen voor een geslaagde uitgifte.

### *Reikwijdte*

Een aanbieder van beleggingsobjecten of deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling die onder een vrijstelling valt, dient bij het aanbieden van deze producten en in reclame-uitingen en wervende documenten aan te geven dat hij niet onder toezicht staat van de AFM. Een soortgelijke vermelding geldt op dit moment nog niet voor aanbiedingen van effecten die niet prospectusplichtig zijn. 'Om een gelijk speelveld te bewerkstel-

7. Vzr. Rb. Rotterdam 6 juli 2009, JOR 2009, 233 m.nt. GvdK, LJN BJ2013 (TRE II) en Vzr. Rb. Rotterdam 5 oktober 2010, JOR 2010, 313, LJN BN9774 (CIG Biodiesel).

8. Kamerstukken II 2010/11, 32 036, nr. 18.

9. Kamerstukken II 2010/11, 32 036, nr. 17 en 18.

10. PbEU L 327 van 11 december 2010.

11. Stb 2010, 801.

ligen (...) en om een gelijkwaardig niveau van consumentenbescherming te verkrijgen<sup>12</sup> zal de wijzigingswet deze vermelding ook verplicht stellen voor degenen die zijn uitgezonderd dan wel vrijgesteld van de prospectusplicht. De AFM heeft aangedrongen op de invoering van het wildwestbordje, omdat steeds meer gebruik wordt gemaakt van de wettelijke uitzonderingen en daarmee de kans op misbruik van deze vrijstellingen zou zijn toegenomen.<sup>13</sup>

Aanvankelijk introduceerde de wijzigingswet het bordje voor alle aanbiedingen die onder een vrijstelling van of uitzondering op de prospectusplicht vallen. Dit werd met kritiek ontvangen, omdat het voorstel er zo geen rekening mee hield of al dan niet uitsluitend aan institutionele beleggers wordt aangeboden. Met de zesde nota van wijziging is daarom bepaald dat geen wildwestbordje vereist is indien uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers wordt aangeboden. Een aanbieder die geen wildwestbordje wenst op te nemen, dient in de documentatie van de aan te bieden effecten daarom op te nemen dat het effect alleen aan gekwalificeerde beleggers wordt aangeboden.

### *Vorm*

Het wildwestbordje krijgt een gestandaardiseerde vorm, te bepalen door de AFM die enkele 'deskundigen'<sup>14</sup> in de arm heeft genomen. Begin 2010 is een consultatie gehouden waarin enkele voorbeelden van mogelijke waarschuwingen werden getoond.<sup>15</sup> Het betrof bij deze voorgestelde waarschuwingen telkens een combinatie van waarschuwingstekst en een visueel element binnen een zwart kader. Het bordje dient op de eerste pagina van een schriftelijke reclame-uiting en andere onverplichte precontractuele informatie te worden opgenomen, waarbij de hoogte van het bordje minimaal 10% van de pagina dient te beslaan. Het visuele aspect bestond in de consultatie bijvoorbeeld uit een vereenvoudigde weergave van een mannetje dat peinzend over een euroteken gebogen zit of met een euromunt in zijn handen over de grafieklijn van een volatiele beurskoers wandelt.

### *Sancties*

De wijze waarop het opnemen van het wildwestbordje wordt afgedwongen, verschilt al naar gelang men onder een uitzondering dan wel vrijstelling van de prospectusplicht valt. De uitzonderingen (art. 5:3 Wft), waaronder die voor effecten met een denominatie van ten minste EUR 100.000, vloeien voort uit artikel 3 en 4 van de prospectusrichtlijn. De vrijstellingen zijn vastgelegd in de Vrijstellingsregeling Wft (art. 53-55 Vr Wft) en zijn van nationale oorsprong.<sup>16</sup>

Voor degenen die zijn vrijgesteld van de prospectusplicht, zal het opnemen van het wildwestbordje uit hoofde van artikel 5:5 lid 2 (nieuw) Wft een voorwaarde worden voor die vrijstelling. Evenzo wordt het wildwestbordje toegepast op aanbieders van beleggingsobjecten, aanbieders van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen, adviseurs en bemiddelaars die zijn vrijgesteld van de vergunningsplicht. Een vrijgestelde van de prospectusplicht die nalaat het wildwestbordje in zijn reclame-uitingen op te nemen, behoeft dus alsnog een door de AFM goedgekeurde prospectus.

De wetgever meent terecht dat het niet is toegestaan om voorwaarden te verbinden aan een uitzondering op de prospectusplicht. De verplichting tot het opnemen van het wildwestbordje is daarom in een apart voorschrift voor uitgezonderden ondergebracht. Degene die dit voorschrift niet naleeft, is nog altijd uitgezonderd van de prospectusplicht, maar kan beboet worden door de AFM wegens schending van artikel 5:20 lid 5 (nieuw) Wft.

### **Van het Wilde Westen terug naar Europa**

Blijkbaar meent de wetgever dat het mogelijk is verplichtingen op te leggen aan degenen die onder een uitzondering uit de prospectusrichtlijn vallen zolang deze verplichtingen maar geen voorwaarden zijn voor uitzondering. Deze opvatting mist dat de wetgever in geen geval regels kan stellen die (zoals met het wildwestbordje het geval is) rechtstreeks ingaan tegen het met de richtlijn beoogde doel.<sup>17</sup> Bij de totstandkoming van de Wft merkte de wetgever nog op dat de prospectusrichtlijn het stellen van voorschriften voor uitgezonderden niet zou toelaten,<sup>18</sup> maar daar wordt nu expliciet op teruggekomen.<sup>19</sup> Om twee redenen is het wildwestbordje van artikel 5:20 lid 5 Wft in strijd met het Europese recht.

Allereerst behoren de uitzonderingen op de prospectusplicht tot het exclusieve domein van de prospectusrichtlijn. De prospectusrichtlijn creëert niet alleen een prospectusplicht waar dat wenselijk is, maar bepaalt ook (blijkens art. 3 lid 2 van de richtlijn) wanneer geen prospectus vereist is, waar dat onwenselijk is. Ware dit anders geweest, dan waren de in de richtlijn genoemde aanbiedingen niet uitgezonderd van de prospectusplicht, maar van de reikwijdte van de richtlijn. Of de opvatting van de wetgever juist is, hangt samen met de vraag of met de prospectusrichtlijn maximumharmonisatie is beoogd. De heersende leer gaat uit van maximumharmonisatie, maar wordt door enkele schrijvers in twijfel getrokken.<sup>20</sup> Vervolgens is het de vraag of de harmonisatie van de richtlijn zo ver strekt dat het lidstaten niet meer vrijstaat verplichtingen op te leggen aan uitgezonderde aanbiedingen van effecten.

12. Kamerstukken II 2009/10, 32 036, nr. 3, p. 2.

13. Zie het jaarverslag van 2007, p. 43-44 en Inzicht nr. 15, p. 23 (te downloaden via <www.afm.nl>).

14. Kamerstukken II 2010/11, 32 036, nr. 19.

15. <www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/consultaties/controversieel-verklaring.aspx>.

16. E.R. Schreuder & F.G.B. Graaf, Commentaar Wet op het financieel toezicht, aant. 1 en 5.2 bij art. 5:5 Wft, Deventer: Kluwer 2007 (losbl.).

17. S. Prechal, Directives in EC law, Oxford: Oxford University Press 2005, p. 31-32.

18. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 41, p. 58.

19. Kamerstukken II 2009/10, 32 036, nr. 3, p. 28.

20. C.M. Grundmann-van de Krol, Het 'wildwest'-bordje, Ondernemingsrecht 2010, nr. 37, p. 190; M. Tison, De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief, Ondernemingsrecht 2010, nr. 61, voetnoot 2.

Het voert te ver hier uitgebreid stil te staan bij deze vragen. Mijns inziens heeft de richtlijn een dusdanig harmoniserend effect, dat geen vereisten kunnen worden gesteld voor het mogen aanbieden van effecten voor hen die in de richtlijn zijn uitgezonderd. Hierbij lijkt het mij van ondergeschikt belang of dergelijke vereisten worden gegoten in de vorm van een voorwaarde voor uitzondering of (zoals de wetgever voorstelt) als afzonderlijk beboetbaar voorschrift.

Ook indien wordt aangenomen dat het stellen van dergelijke voorschriften niet tot het exclusieve domein van de prospectusrichtlijn behoort, is het wildwestbordje in zijn huidige vorm in strijd met deze richtlijn. De richtlijn dwingt de Nederlandse wetgever de nodige maatregelen te nemen om te zorgen dat het door de richtlijn beoogde doel wordt verwezenlijkt en zich te onthouden van maatregelen die aan de verwezenlijking in de weg staan.<sup>21</sup> Het gaat hierbij om een resultaatverplichting.<sup>22</sup>

Het doel van de prospectusrichtlijn is mede het waarborgen van de efficiëntie van de markt,<sup>23</sup> waartoe een pan-Europees stelsel van uitzonderingen op de prospectusplicht is geschapen. De wijzigingswet zal de weg afsluiten voor al deze uitzonderingen op een na, namelijk de uitzondering die ziet op aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers. Voor het overige zal het Europese stelsel van uitzonderingen door het wildwestbordje worden gefrustreerd, doordat aanbieders niet langer, althans minder snel, geneigd zullen zijn onder die andere uitzonderingen de Nederlandse markt op te gaan. Het bordje wekt immers de indruk dat er iets mis is met het aangeboden effect, gelet ook op de vorm die de AFM hieraan wil geven. Bovendien dwingt het een aanbieder om zijn informatievoorziening aan potentiële beleggers onder te brengen in 'gescheiden circuits': een voor de Nederlandse markt waarbij de waarschuwing wordt vermeld en een zonder waarschuwing voor de overige markten waar het effect wordt aangeboden.

### Conclusie

Voor het aanbieden van beleggingsobjecten, beleggingsinstellingen (niet-icbe's), effecten en deposito's geldt momenteel een geüniformeerde vrijstellingsgrens voor producten die een minimale tegenwaarde van EUR 50.000 vertegenwoordigen. De wijzigingswet heeft als oogmerk dit bedrag te verdubbelen, al dienen hiertoe niet alleen de Wft, maar ook het Besluit definitiebepalingen Wft en de Vrijstellingsregeling Wft te worden aangepast.

Het mag niet verwonderen dat de introductie van het wildwestbordje op stevige kritiek is gestuit. In zijn huidige vorm houdt het voorstel te weinig rekening met aanbiedingen aan institutionele beleggers, althans aanbiedingen waarbij de effecten niet in handen zullen vallen van de groep die het bordje beoogt te beschermen. Bovendien doorkruist de wijzigingswet

het stelsel van uitzonderingen op de prospectusplicht die voortvloeien uit de gewijzigde prospectusrichtlijn. Nu het opnemen van een wildwestbordje als een belemmering zal worden ervaren, valt het te verwachten dat aanbieders eerder van zullen afzien in Nederland aan te bieden. Dit zal vooral voor institutionele beleggers tot een verschraving van het aanbod aan mogelijke investeringen leiden.

21. Prechal 2005, p. 52.

22. Prechal 2005, p. 31-32.

23. Considerans 10.