

De Prospectusverordening: de prospectusplicht en de uitzonderingen daarop

prof. mr. C.W.M. Lieverse en mr. E. Kempenaar¹

1. Van richtlijn naar verordening

Op 14 juni 2017 is de Prospectusverordening² aangenomen, die vanaf 21 juli 2019 de Prospectusrichtlijn³ uit 2003 zal vervangen. Een aantal bepalingen uit de Prospectusverordening is reeds in werking getreden op 20 juli 2017⁴ en 21 juli 2018⁵. Tot 21 juli 2019 voorziet de Prospectusrichtlijn in de regels met betrekking tot het opstellen, goedkeuren en publiceren van een prospectus wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten. De Prospectusrichtlijn is geïmplementeerd in nationale wetgeving van de verschillende lidstaten van de Europese Unie. Door deze omzetting zijn er verschillen ontstaan in het recht van de lidstaten op dit gebied, wat wordt gezien als een belemmering voor de efficiënte werking van de interne markt voor effecten. Verschillen konden er bijvoorbeeld toe leiden dat een prospectus, dat in bepaalde lidstaat was goedgekeurd, niet bruikbaar was in een andere lidstaat.⁶ Een van de doelstellingen van de Prospectusverordening is dan ook de harmonisatie van het prospectusregime, wat zou

moeten leiden tot gelijkwaardige bescherming van beleggers binnen de Europese Unie.⁷ De Prospectusverordening is onderdeel van het Actieplan van de Europese Commissie voor het tot stand brengen van een kapitaalmarktunie, dat onder andere beoogt om grensoverschrijdende investeringen te faciliteren en daarmee de toegang tot verschillende typen financiering voor bedrijven in Europa te verbeteren.⁸

Vanaf 21 juli 2019 zal de gehele Prospectusverordening directe werking hebben in alle lidstaten van de Europese Unie en zullen de nationale bepalingen van lidstaten die uitvoering geven aan de Prospectusrichtlijn, komen te vervallen. Inwerkingtreding van de Prospectusverordening zal tot een aantal wijzigingen in het bestaande prospectusregime leiden. In dit artikel zullen wij ingaan op de reikwijdte van de prospectusplicht onder de Prospectusverordening en de wijzigingen ten opzichte van het huidige prospectusregime. Wij zullen daarnaast ook ingaan op de uitzonderingen op de prospectusplicht die beschikbaar zijn onder de Prospectusverordening, waarbij de nadruk zal liggen op de wijzigingen ten opzichte van de Prospectusrichtlijn.

2. Reikwijdte van de prospectusplicht

Art. 1 lid 1 van de Prospectusverordening onderscheidt twee situaties waarin een prospectus moet worden opgesteld, goedgekeurd en gepubliceerd. De eerste situatie is wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek. De tweede situatie is de toelating van effecten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereglementeerde markt. Deze twee gebeurtenissen kunnen los van elkaar plaatsvinden, maar ook worden gecombineerd. Dit laatste zal bijvoorbeeld het geval zijn bij een *Initial Public Offering*, oftewel een beursgang, waarbij aandelen worden aangeboden aan het publiek en tevens worden toegelaten tot de handel

1. Kitty Lieverse is advocaat te Amsterdam. Kitty Lieverse is tevens raadsheer-plaatsvervanger bij het Hof Den Haag en als hoogleraar financieel toezichtrecht verbonden aan de Radboud Universiteit Nijmegen. Eva Kempenaar is advocaat te 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 (Pb L 168/13).
3. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, (Pb L 345/69).
4. Art. 49 lid 2 jo. art. 1 lid 5, eerste alinea, sub a, b en c en art. 1 lid 5, tweede alinea, van de Prospectusverordening.
5. Art. 49 lid 2 jo. art. 1 lid 3 en art. 3 lid 2 van de Prospectusverordening.
6. Overweging (4) bij de Prospectusverordening.

7. Overweging (27) bij de Prospectusverordening.

8. Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, COM/2015/0468.

op een gereglementeerde markt. In Nederland is de Prospectusrichtlijn geïmplementeerd in hoofdstuk 5.1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). In dit hoofdstuk is eenzelfde, tweeledige, prospectusplicht opgenomen in art. 5:2 Wft. De prospectusplicht is in art. 5:2 Wft geformuleerd als een verbodsbepaling. Door de rechtstreekse werking van de Prospectusverordening zal hoofdstuk 5.1 Wft in zijn huidige vorm vervallen.⁹

2.1. De definitie van 'effect'

Wij zullen in dit artikel het begrip 'effect' niet behandelen. Wel merken wij op dat door de Prospectusverordening de reikwijdte van het begrip 'effect' wordt uitgebreid ten opzichte van de huidige Nederlandse definitie in art. 1:1 Wft. De Nederlandse definitie bevat een limitatieve opsomming van drie categorieën instrumenten die kwalificeren als effect. De prospectusplicht speelt alleen een rol ten aanzien van het aanbieden aan het publiek of het toelaten tot de handel van deze categorieën instrumenten. De definitie van 'effect' in art. 2 sub a van de Prospectusverordening verwijst naar 'verhandelbare effecten' in de zin van MiFID II.¹⁰ In de MiFID II-definitie van 'verhandelbare effecten' zijn nog altijd dezelfde drie categorieën effecten opgesomd. Uit de aanhef van deze definitie volgt echter dat de opsomming niet limitatief is, maar dat dit voorbeelden van effecten betreft. Op grond van de MiFID II-definitie kwalificeren alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren als effect, met uitzondering van betaalinstrumenten. Deze ruimere definitie van 'effect' was eveneens neergelegd in MiFID I¹¹, maar was niet overgenomen in de Nederlandse implementatie in art. 1:1 Wft. Aangezien de Prospectusverordening rechtstreekse werking heeft, zal in Nederland nu ook de ruimere definitie van 'effect' uit MiFID II leidend zijn bij de toepassing van de prospectusplicht.

9. Zie hiervoor de Wet implementatie prospectusverordening (Stb. 2019, 190), voluit: Wet van 15 mei 2019 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enkele andere wetten in verband met de implementatie van Verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad 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 (PbEU 2017, L 168). In de Wet implementatie prospectusverordening wordt hoofdstuk 5.1 Wft opnieuw vastgesteld. Het nieuwe hoofdstuk 5.1 zal vier artikelen bevatten. Het nieuwe hoofdstuk 5.1 zal zorgdragen voor de (basis van de) implementatie van art. 3 lid 2 sub a en b en art. 11 lid 1 en 2 van de Prospectusverordening.

10. Art. 4 lid 1 punt 44 van Richtlijn 2014/65/EU (MiFID II), met uitzondering van geldmarktinstrumenten in de zin van art. 4 lid 1 punt 17 van MiFID II die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden.

11. Art. 4 lid 1 punt 18 van Richtlijn 2004/39/EG (MiFID I).

2.2. Een aanbieding van effecten aan het publiek

De zinsnede 'een aanbieding van effecten aan het publiek' is gedefinieerd in art. 2 lid 1 sub d van de Prospectusverordening als 'een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten'.

De Prospectusrichtlijn bevatte een identieke definitie van dit begrip.¹² In de Nederlandse implementatie daarvan in art. 5:1 sub a Wft is echter een definitie van 'aanbieden van effecten aan het publiek' opgenomen, die een verwijzing bevat naar de civielrechtelijke definitie van aanbod uit art. 6:217 lid 1 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Art. 5:1 sub a Wft specificeert verder dat het aanbod moet zien op het aangaan van een overeenkomst tot het 'kopen of anderszins verkrijgen van effecten'. Daarnaast is in de Nederlandse implementatie verduidelijkt dat een aanbod ook een 'uitnodiging tot het doen van een aanbod op effecten' omhelst. Van een dergelijke uitnodiging zal bijvoorbeeld sprake zijn bij een *bookbuilding* proces, waarbij een banksyndicaat voorafgaand aan een emissie de vraag in de markt peilt, op basis waarvan de emissieprijs wordt vastgesteld. In dat geval worden potentiële investeerders uitgenodigd een aanbod te doen voor de effecten tegen een door hen bepaalde prijs.

Deze Nederlandse vertaalslag van het aanbiedingsbegrip ten opzichte van de Prospectusrichtlijn, kenmerkte enerzijds het verschil met 'aanbieden' in de zin van art. 1:1 Wft;¹³ anderzijds werd beoogd art. 5:1 sub a Wft in lijn te brengen met de definitie van 'openbaar bod' uit art. 5:70 Wft.¹⁴ Met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening komt deze nationale interpretatie van het aanbiedingsbegrip uit art. 5:1 Wft te vervallen. Wij menen echter dat de Nederlandse implementatie niet heeft geleid tot een uitbreiding van het aanbiedingsbegrip uit de Prospectusrichtlijn, maar dat deze implementatie slechts een verduidelijking van het aanbiedingsbegrip beoogde. Ons huidige begrip van de reikwijdte van de prospectusplicht zal door het vervallen van art. 5:1 sub a Wft niet wijzigen. Zo zal onder de Prospectusverordening, *bookbuilden* ook kwalificeren als een prospectusplichtige aanbieding, doordat de definitie van 'aanbieding aan het publiek' naast 'het in staat stellen tot aankoop van effecten te besluiten' ook 'het in staat stellen tot inschrijving op effecten te besluiten' omvat.

De woorden 'besluiten tot aankoop van of inschrijving op' riepen onder de Prospectusrichtlijn

12. Art. 2 lid 1 sub d Prospectusrichtlijn.

13. *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, 41, p. 87-88.

14. *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, 37, p. 60-61.

ook al vragen op over de reikwijdte van de prospectusplicht. Zo werd betwijfeld of, gelet op deze bewoording, een aanbieding van effecten om niet of een allocatie van effecten waarbij er geen keuzemogelijkheid is voor degene aan wie wordt aangeboden (bijvoorbeeld aandelen die onderdeel uitmaken van de beloning van een werknemer¹⁵), kwalificeert als een aanbieding waarvoor een prospectus gepubliceerd dient te worden. Er zal dan immers geen sprake zijn van een besluit tot aankoop of inschrijving. In 2012 bevestigde ESMA dat allocaties van effecten waarbij er geen keuze-element is voor degene aan wie de effecten worden toegekend en deze effecten ook niet geweigerd kunnen worden, buiten de reikwijdte van de Prospectusrichtlijn vallen.¹⁶ In de Prospectusverordening is deze uitleg van ESMA overgenomen. In overweging 22 bij de Prospectusverordening staat dat 'wanneer effecten zonder enige mogelijkheid tot individuele keuze van de begunstigde worden toegewezen, onder meer bij een toewijzing van effecten waarbij niet het recht bestaat om afstand te nemen van de toewijzing of wanneer de effecten ingevolge een rechterlijke beslissing automatisch worden toegewezen, zoals bij een toewijzing van effecten aan schuldeisers in het kader van een gerechtelijke insolventieprocedure, deze toewijzing niet kan worden beschouwd als aanbieding van effecten aan het publiek'.

Opmerkelijk is dat in deze overweging uitdrukkelijk de toewijzing van effecten aan schuldeisers in het kader van een gerechtelijke insolventieprocedure wordt uitgezonderd van de prospectusplicht. In Nederland bestond tot op heden onenigheid in de literatuur over de vraag of er een prospectus moet worden gepubliceerd indien er, in het kader van een surseance of faillissement, een akkoord aan de crediteuren wordt aangeboden met daarin een voorstel om uitstaande obligaties 'om te zetten' in een aandelenbelang.¹⁷ Naar Nederlands faillissementsrecht kan een dergelijk crediteurenakkoord met een gekwalificeerde meerderheid van de schuldeisers worden aangenomen.¹⁸ Na homologatie van het

crediteurenakkoord door de rechtbank is het akkoord bindend voor alle betrokken crediteuren.¹⁹ Bij een dergelijk dwangakkoord lijkt er geen sprake van een individuele beleggingsbeslissing ten aanzien van de toe te kennen aandelen. Indien de uitleg van ESMA gevolgd zou worden, zou er in deze situatie dus geen prospectusplicht ontstaan. Er kan echter ook worden betoogd dat de obligatiehouders wel degelijk een individuele beslissing nemen over de uitgifte van aandelen, middels de stemming over het crediteurenakkoord.²⁰ Deze interpretatie zou ertoe leiden dat sprake is van een 'aanbieding aan het publiek'. Behoudens de toepasselijkheid van enige uitzondering, zou dan een prospectus moeten worden gepubliceerd op het moment dat de obligatiehouders hun stem uitbrengen over het crediteurenakkoord, al dan niet door middel van inzending van een volmacht.²¹ Deze uitleg is van groot belang voor de praktijk gelet op de kosten en tijd die gepaard gaan met het opstellen en goedkeuren van een prospectus. Met overweging 22 bij de Prospectusverordening lijkt echter de discussie ten aanzien van de reikwijdte van de prospectusplicht op dit punt gesloten.

De vraag kan gesteld worden of er bij een fusie als bedoeld in art. 2:309 BW en splitsing als bedoeld in art. 2:344a BW op vergelijkbare gronden (op basis van overweging 22) beargumenteerd kan worden dat er geen aanbieding aan het publiek plaatsvindt. Ook bij een fusie en splitsing is er immers uiteindelijk geen sprake van een individuele acceptatie per aandeelhouder.²² De uitzondering van art. 1 lid 4 sub g van de Prospectusverordening zou dan overbodig zijn. Het praktische belang van dit vraagpunt is beperkt. Op grond van art. 1 lid 4 sub g Prospectusverordening volstaat immers 'een document (...) dat informatie bevat ter beschrijving van de transactie en het effect daarvan op de uitgevende instelling.' Het voorstel tot fusie respectievelijk splitsing zal aan hieraan voldoen.²³ Voor de afbakening van het aanbiedingsbegrip in de Prospectusverordening is voorts van belang dat het moet gaan om een voldoende bepaald aanbod. Het aanbod moet voldoende informatie over zowel de voorwaarden als de effecten bevatten, zodat een investeerder op basis daarvan een beleggingsbeslissing kan maken.²⁴ Het verspreiden van marketing- of reclamemateriaal zal niet voldoende zijn om te kwalificeren als prospectusplichtig aanbod.²⁵

-
15. Er mag bij een dergelijke aanbieding om niet geen sprake zijn van een verkapte vorm van betaling voor deze aandelen. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn indien de aandelen worden aangeboden in plaats van een andere vorm van beloning die de werknemer anders zou ontvangen. Zie vraag 6 van ESMA Q&A.
16. ESMA, *Questions and Answers on Prospectuses*, 30th updated version, 8 April 2019, question 6, p. 13-14. In deze gevallen zal het ook vaak gaan om een aanbieding van effecten om niet.
17. De zogeheten *debt-for-equity swap*, zie bijvoorbeeld mr. A. van der Pols, 'Niet-prospectusplichtige allocaties', *VeO* 2013, p. 151-155; Mr. G.F. Dalenoord, 'Prospectusplicht bij herstructurering', *VeO* 2002, p. 216-221 en Asser/*De Serië* 2-IV 2017/267.
18. Zie voor het crediteurenakkoord in surseance en faillissement respectievelijk art. 268a e.v. en art. 146 e.v. Faillissementswet

-
19. Zie voor surseance en faillissement respectievelijk art. 273 en art. 157 Faillissementswet.
20. Zie bijvoorbeeld Asser/*De Serië* 2-IV 2017/267.
21. HR 26 augustus 2003, ECLI:NL:PHR:2003:AI0369, m.nt. R.J. van Galen (CH/UPC) en Mr. P.R.W. Schaink, 'Surséance als vehikel voor debt-for-equity swaps', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 173 e.v.
22. Zie art. 317 lid 3 BW, art. 2:344m BW.
23. Art. 2:312 en 2:313 BW, art. 2:334f en 2:334g BW.
24. Art. 2 sub d van de Prospectusverordening.
25. Zie ook overweging 14 bij de Prospectusverordening, waarin wordt verduidelijkt dat de openbaarmaking van bied- en laatprijzen niet als een aanbieding van

Het is opvallend dat de Prospectusverordening nog altijd geen invulling geeft aan het begrip 'publiek'. Onder de Prospectusrichtlijn was er geen volstrekte duidelijkheid over dit begrip. Dit werd mede gevoed door overweging (5), waarin werd verwezen naar de mogelijkheid van een onderhandse plaatsing (*private placement*). In Frankrijk werd op basis hiervan aangenomen dat bepaalde (kleinschalige) aanbiedingen/plaatsingen niet per se zouden kwalificeren als een aanbieding aan het publiek.²⁶ Voor deze situaties was dan geen beroep op een uitzondering nodig. Bij gebrek aan nadere invulling van het begrip 'publiek', kan alleen met zekerheid worden gezegd dat, om te kunnen spreken van 'publiek', het moet gaan om meer dan één persoon. Dit volgt uit de verwijzing naar 'personen' (meervoud) in art. 2 sub d van de Prospectusverordening. Wij zien in de tekst van de Prospectusverordening, inclusief de overwegingen, geen basis voor de aanname dat er ruimte zou zijn om bepaalde kleinschalige aanbiedingen niet te zien als aanbieding aan het publiek. Dergelijke kleinschalige aanbiedingen kunnen niettemin buiten de prospectusplicht vallen, maar dienen dan wel binnen de grenzen van de hierna te bespreken uitzonderingen te blijven (zie paragraaf 3).

Art. 2 sub d van de Prospectusverordening bevat voorts de aanvulling dat de definitie ook van toepassing is op de plaatsing van effecten via financiële tussenpersonen. De betrokkenheid van een *underwriter* of plaatsingsagent bij de uitgifte van de effecten zal een uitgevende instelling niet ontslaan van de verplichting om een prospectus te publiceren.

2.3. Toelating van effecten tot de handel

De tweede situatie waarin een prospectus moet worden gepubliceerd op grond van art. 1 lid 1 van de Prospectusverordening is wanneer effecten worden toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt. In de definitie van 'gereguleerde markt' wordt verwezen naar de definitie van dit begrip in MiFID II.²⁷ Dit is een multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot deze financiële instrumenten. De toelating van financiële instrumenten tot de handel op dit systeem wordt beheerst door de regels van de markt zelf. De gereguleerde markt moet beschikken over een vergunning, als bedoeld in titel III van MiFID II. Alleen gereguleerde markten die een Europese lidstaat van herkomst

hebben, kunnen een dergelijke vergunning verkrijgen. Dit betekent dat op basis van de Prospectusverordening uitsluitend toelating tot de handel op een Europese gereguleerde markt een prospectus vereist.

Ten aanzien van een toelating van effecten tot verhandeling op een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of georganiseerde handelsfaciliteit (OTF) geldt geen prospectusplicht.²⁸ De overwegingen bij de Prospectusverordening verduidelijken dat niets in de Prospectusverordening de lidstaten mag beletten op nationaal niveau regels uit te vaardigen op grond waarvan de exploitanten van MTF's de inhoudsvereisten kunnen bepalen van een toelatingsdocument dat een uitgevende instelling moet opstellen bij de eerste toelating van effecten tot de handel op de MTF.²⁹ Voorts kan er uiteraard sprake zijn van een prospectusplicht onder de Prospectusverordening ten aanzien van deze effecten als de toelating tot de handel op een MTF gepaard gaat met een aanbieding aan het publiek (maar dan alleen voor deze aanbieding).

3. Uitzonderingen op de prospectusplicht

De Prospectusverordening bevat verschillende soorten uitzonderingen op de prospectusplicht. Zo zijn er bijvoorbeeld algemene uitzonderingen, die bepalen dat de Prospectusverordening niet van toepassing is op een bepaald type effecten (zie paragraaf 3.1). Daarnaast bestaan er specifieke uitzonderingen voor enerzijds de prospectusplicht die ontstaat bij het aanbieden van effecten aan het publiek (paragraaf 3.2) en anderzijds bij toelating tot de handel op een gereguleerde markt (paragraaf 3.3). Indien er zowel sprake is van een aanbieding van effecten aan het publiek als toelating van deze effecten tot de handel op een gereguleerde markt, is het mogelijk om twee uitzonderingen te combineren.³⁰ Dit artikel geeft geen volledig overzicht van alle uitzonderingen onder de Prospectusverordening. In de volgende paragrafen zullen wij alleen de belangrijkste uitzonderingen en wijzigingen ten opzichte van de bestaande uitzonderingen behandelen.

3.1. Uitzonderingen gerelateerd aan het type effect

Art. 1 lid 2 van de Prospectusverordening bevat een limitatieve opsomming van bepaalde typen effecten waarop de Prospectusverordening niet van toepassing is. De uitzondering betreft onder meer effecten die worden uitgegeven of gegarandeerd

effecten aan het publiek dient te worden beschouwd.

26. Alain Pietrancosta, Alexis Marraud des Grottes, *Has the notion of 'private offerings' been abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?*, SSRN paper id. 3124225.

27. Art. 4 lid 1, punt 21, MiFID II.

28. Dit laat uiteraard onverlet dat de Marktmissbruikverordening ((EU) 596/2014) van toepassing is op financiële instrumenten die worden verhandeld op een MTF en OTF.

29. Overweging (13) bij de Prospectusverordening.

30. Art. 1 lid 6 van de Prospectusverordening.

door bepaalde soorten publiekrechtelijke instellingen (waaronder bijvoorbeeld lidstaten, overheidslichamen of centrale banken van lidstaten) of door lidstaten erkende verenigingen of instellingen zonder winstoogmerk.³¹

Een ander type effect dat is uitgezonderd in art. 1 lid 2 sub a van de Prospectusverordening zijn de rechten van deelneming uitgegeven door 'instellingen voor collectieve beleggingen die niet van het closed-end type zijn'. Kortgezegd zal de prospectusplicht dus niet van toepassing zijn op deelnemingsrechten uitgegeven door open-end beleggingsinstellingen, ofwel beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen waarvan de deelnemingsrechten, op verzoek van de houders, ten laste van de activa van deze instellingen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald.³² Dit kan zowel een icbe als een beleggingsinstelling (van het open-end type), in de zin van art. 1:1 Wft, betreffen. Ondanks de uitzondering van de reikwijdte van de Prospectusverordening, kan ook voor dit type deelnemingsrechten een informatieverplichting gelden bij de aanbieding ervan. Zo kent de UCITS-Richtlijn³³ een eigen prospectusregime. Art. 23 van de AIFM-Richtlijn³⁴ bevat eveneens een separate prospectusplicht. Voor zover de Prospectusverordening wel van toepassing is op een beleggingsinstelling, moet de (extra) informatie uit art. 23 AIFM-Richtlijn afzonderlijk of als aanvulling op het prospectus worden verstrekt.³⁵

Deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling kunnen, voor zover deze overdraagbaar zijn, ook kwalificeren als 'verpakt retailbeleggingsproduct' in de zin van de PRIIPs-verordening.³⁶ Aanbieders van deze producten zijn verplicht een Essentiële-informatiedocument (EID) op te stellen en te verstrekken aan potentiële investeerders.³⁷ Het EID is een op zichzelf staand document en kan

samenvallen met de verplichting om een prospectus te publiceren onder de Prospectusverordening.³⁸ Deze twee regimes lijken echter niet goed op elkaar te zijn afgestemd. Indien een beheerder van een beleggingsinstelling bijvoorbeeld gebruik maakt van de uitzondering op de prospectusplicht door deelnemingsrechten aan te bieden aan minder dan 150 personen (zie paragraaf 3.2.2), dan geldt er nog wel de verplichting om een EID op te stellen en te publiceren op de website van de beheerder. Een website zal in de regel openbaar of voor een bestaande groep investeerders toegankelijk zijn. Indien de EID gezien kan worden als een aanbieding en de groep personen voor wie de website potentieel toegankelijk is, groter is dan 149 personen, kan men zich afvragen of de beheerder nog wel gebruik kan maken van de voorgenomen uitzondering op de prospectusplicht. Een strikte voorwaarde daarvan is immers dat geen aanbieding wordt gedaan aan meer dan 149 personen. Wij nemen aan dat het niet de bedoeling van de Europese wetgever is geweest om het gebruik van de deze uitzondering te beperken door de PRIIPs-verplichting om een EID op de website te plaatsen.

De algemene uitzondering in de Prospectusverordening ten aanzien van bepaalde soorten effecten is eveneens opgenomen in art. 1 lid 2 van de Prospectusrichtlijn. Onder de Prospectusrichtlijn hadden de lidstaten de keuze om de aanbieding van voornoemde uitgezonderde effecten aan het publiek en toelatingen van dergelijke effecten tot de handel op een gereguleerde markt al dan niet aan nationale regelgeving te onderwerpen. In Nederland is deze algemene uitzondering geïmplementeerd in art. 5:1a lid 2 Wft en art. 53 Vrijstellingsregeling Wft. De appartementsrechten genoemd in art. 1 lid 2 sub g Prospectusrichtlijn zijn in Nederland uitgezonderd van de definitie van 'effect' in art. 1:1 Wft en daarmee dus ook van de prospectusplicht uit art. 5:2 Wft. Voornoemde Nederlandse bepalingen zullen met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening vervallen. Aangezien de huidige uitzonderingen in de Nederlandse implementatie overeenkomen met de Prospectusverordening, zal dit niet leiden tot inhoudelijke wijzigingen, behalve dat de effecten genoemd onder art. 1 lid 2 sub f en i van de Prospectusrichtlijn niet zijn uitgezonderd in de Prospectusverordening.³⁹

31. Art. 1 lid 2 sub b, c, d en e van de Prospectusverordening.

32. Zie ook art. 2 sub p van de Prospectusverordening.

33. Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (Pb L 302/32).

34. Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (Pb L 174/1).

35. Art. 23 lid 3 van de AIFM-Richtlijn. Zie voorts art. 5:19a Wft.

36. 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) (Pb L 352/1). Voor beleggingsinstellingen in de zin van art. 1:1 Wft geldt deze verplichting al, voor icbe's is de inwerkingtreding van de PRIIPs-verordening uitgesteld tot 31 december 2019.

37. Art. 5 van de PRIIPs-verordening.

38. Art. 3 van de PRIIPs-verordening.

39. Sub (f) betrof effecten zonder aandelenkarakter die doorlopend of periodiek door banken worden uitgegeven waarbij moet worden voldaan aan een vijftal voorwaarden. Sub (i) betrof zogeheten 'bostadsobligationer'. Dit zijn obligaties uitgegeven door bepaalde Zweedse financiële ondernemingen, die hypothecair krediet aanbieden. Deze uitzondering uit de Prospectusrichtlijn was niet opgenomen in de Nederlandse implementatie en derhalve diende voor een aanbieding van dergelijke effecten in Nederland tot op heden ook al een prospectus te worden opgesteld.

3.2. Uitzondering aanbidding van effecten aan het publiek

De uitzonderingen in de Prospectusverordening die specifiek zien op een aanbidding aan het publiek kunnen verder worden onderverdeeld in uitzonderingen die verband houden met de grootte van de aanbidding en overige uitzonderingen.

3.2.1. Uitzonderingen voor 'kleine aanbiddingen'

Op grond van art. 1 lid 3 van de Prospectusverordening is de Prospectusverordening niet van toepassing op een aanbidding van effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde in de Europese Unie van minder dan EUR 1.000.000, berekend over een periode van twaalf maanden. De ratio achter deze uitzondering is dat de hoge kosten verbonden aan het opstellen en laten goedkeuren van een prospectus niet in verhouding staan tot de verwachte opbrengst van een dergelijke aanbidding.⁴⁰ De tweede alinea van art. 1 lid 3 van de Prospectusverordening verduidelijkt dat lidstaten de prospectusplicht niet mogen uitbreiden tot aanbiddingen met een totale tegenwaarde beneden die drempel middels nationale regelgeving. Voor aanbiddingen met een tegenwaarde beneden EUR 1.000.000 mogen op nationaal niveau wel andere openbaarmakingsverplichtingen worden vastgesteld, zolang deze voorschriften geen onevenredige of onnodige last vormen.

Het werd voorts wenselijk geacht dat lidstaten de mogelijkheid krijgen om, in aanvulling op de hiervoor genoemde drempel van EUR 1.000.000, een aanbidding van effecten aan het publiek met een tegenwaarde tot EUR 8.000.000 vrij te stellen van de prospectusplicht. Art. 3 lid 2 van de Prospectusverordening bevat een lidstaatoptie op basis waarvan lidstaten middels nationale wetgeving de drempel voor toepassing van de vrijstelling kunnen leggen tussen EUR 1.000.000 en EUR 8.000.000, zodat aanbiddingen met een tegenwaarde tot die drempel zijn uitgezonderd van de prospectusplicht. Deze tegenwaarde wordt eveneens berekend over een periode van twaalf maanden.⁴¹ Deze vrijgestelde aanbiddingen komen niet in aanmerking voor de paspoortregeling uit art. 25 van de Prospectusverordening.⁴² Indien de lidstaatoptie wordt uitgeoefend, mag de lidstaat andere openbaarmakingsvoorschriften op nationaal niveau vaststellen, voor zover die voorschriften geen onevenredige of onnodige last vormen in verhouding tot de aanbidding. Ook dienen de lidstaten die gebruik maken van de lidstaatoptie de Europese Commissie en ESMA

daarvan op de hoogte te stellen onder vermelding van de gekozen drempelwaarde.⁴³

Onder de Prospectusrichtlijn bestond een uitzondering voor aanbiddingen met een totale tegenwaarde van EUR 2.500.000 berekend over een periode van twaalf maanden.⁴⁴ In Nederland is deze uitzondering geïmplementeerd in art. 53 lid 2 van de Vrijstellingsregeling Wft. Vooruitlopend op de invoering van de Prospectusverordening is per 1 oktober 2017 deze vrijstelling uitgebreid naar aanbiddingen met een totale tegenwaarde binnen de Europese Economische Ruimte van EUR 5.000.000. Het nieuwe art. 5:4 Wft uit de Wet implementatie prospectusverordening⁴⁵ bevat de grondslag om in de Vrijstellingsregeling Wft het nationaal regime dat geldt voor vrijgestelde en uitgezonderde aanbiddingen aan het publiek te regelen na inwerkingtreding van de Prospectusverordening. Op grond van dit artikel kunnen, in overeenstemming met art. 1 lid 3, tweede alinea, van de Prospectusverordening, voorschriften worden verbonden aan de vrijstelling. Gelijktijdig met de verhoging van de vrijstellingsdrempel, zijn in Nederland een meldplicht aan de AFM en minimuminformatievereisten ingevoerd voor partijen die gebruik willen maken van de EUR 5.000.000 vrijstelling.⁴⁶ Zo moet er voorafgaand aan een aanbidding een standaard informatiedocument worden verstrekt aan de potentiële investeerders.⁴⁷ Deze aanvullende informatievereisten zijn ingevoerd om te voorkomen dat malafide partijen aanbiddingen doen waarvan de totale waarde net onder de vrijstellingsgrens en buiten het toezicht van de AFM blijven.⁴⁸ Deze aanvullende vereisten zijn ook van toepassing op aanbiddingen onder de EUR 1.000.000 en Nederland maakt dus gebruik van de mogelijkheid uit art. 1 lid 3 van de Prospectusverordening om een nationaal regime te hanteren.

Het feit dat er in nationale regimes zowel afwijkende vrijstellingsdrempels als aanvullende informatieverplichtingen kunnen gelden, komt de beoogde Europese harmonisatie natuurlijk niet ten goede. Dit effect wordt versterkt door het feit dat de uitzondering voor aanbiddingen tot EUR 100.000 per twaalf maanden uit de Prospectusrichtlijn⁴⁹, niet is overgenomen in de Prospectusverordening. Op grond van art. 1 lid 3 van de Prospectusverordening kunnen dergelijke kleine aanbiddingen nu worden onderworpen aan

40. Overweging (12) bij de Prospectusverordening.

41. Art. 3 lid 2 sub b van de Prospectusverordening.

42. Art. 3 lid 2 sub a, art. 25 van de Prospectusverordening.

43. Art. 3 lid 2, laatste alinea, van de Prospectusverordening.

44. Art. 1 lid 2 sub h van de Prospectusrichtlijn.

45. *Sib.* 2019, 190.

46. Art. 53 lid 4 Vrijstellingsregeling Wft.

47. Art. 53 lid 4 sub b Vrijstellingsregeling Wft. Op grond van art. 53 lid 8 geldt deze verplichting niet voor aanbieders van effecten die onder de reikwijdte van de PRIIPs-Verordening vallen of beheerders van een beleggingsinstelling die een prospectus op grond van art. 4:37 lid 1 Wft moeten opstellen.

48. *Start.* 2017, 49343, p. 12.

49. Art. 3 lid 2 sub e van de Prospectusrichtlijn.

aanvullende informatieverplichtingen in nationale regimes. Per saldo geldt dat voor aanbiedingen tot EUR 8.000.000 per lidstaat verschillende opties bestaan: (i) aanbiedingen tot EUR 1.000.000 kunnen geheel zijn uitgezonderd van het regime van de Prospectusverordening; (ii) voor aanbiedingen tot EUR 1.000.000 kan ook een (licht) nationaal regime gelden; (iii) aanbiedingen met een tegenwaarde tussen EUR 1.000.000 en EUR 8.000.000 (te bepalen door de lidstaat) kunnen, of: (a) uitgezonderd zijn van de Prospectusverordening, of (b) juist wél vallen onder de Prospectusverordening, dan wel (c) beheerst worden door een nationaal regime. Tenslotte merken wij nog op dat op dit moment in art. 53 lid 3 van de Vrijstellingsregeling Wft is bepaald dat bij de berekening van het bedrag van de vrijstelling, aanbiedingen van groepsmaatschappijen bij elkaar moeten worden opgeteld. Daarmee wordt beoogd te voorkomen dat de vrijstelling wordt omzeild door de aanbieding te spreiden over verschillende groepsmaatschappijen.⁵⁰ Deze wijze van berekenen van de totale waarde van een aanbieding is niet terug te vinden in de Prospectusverordening.

3.2.2. Overige uitzonderingen

Indien er slechts een aanbieding van effecten aan het publiek plaatsvindt, zonder dat deze effecten worden toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, kan de uitgevende instelling mogelijk gebruik maken van een van de uitzondering op de prospectusplicht uit art. 1 lid 4 van de Prospectusverordening. Deze uitzonderingen komen grotendeels overeen met de uitzonderingen uit art. 3 lid 2 en art. 4 lid 1 van de Prospectusrichtlijn.

Wanneer een aanbieding van effecten uitsluitend is gericht tot gekwalificeerde beleggers, hoeft er geen prospectus te worden gepubliceerd.⁵¹ Voor de definitie van gekwalificeerde beleggers wordt verwezen naar MiFID II.⁵² Deze categorie beleggers wordt geacht te beschikken over voldoende kennis om zonder prospectus een weloverwogen beleggingsbeslissing te kunnen maken ten aanzien van de aangeboden effecten. Indien de effecten worden doorverkocht aan het publiek is alsnog een prospectus vereist. In de definitie van gekwalificeerde belegger staat dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (die beide kunnen worden aangemerkt als gekwalificeerde belegger) op verzoek van de uitgevende instelling de kwalificatie van hun cliënten aan de uitgevende instelling mededelen, mits aan de toepasselijke wetgeving inzake gegevensbescherming wordt voldaan.⁵³ Een

dergelijke verplichting was voorheen niet opgenomen in de Prospectusrichtlijn (zie hierover ook paragraaf 3.4).

Een tweede uitzondering is beschikbaar indien een aanbieding uitsluitend gericht is tot een beperkte groep van minder dan 150 beleggers per lidstaat, die geen gekwalificeerde beleggers zijn.⁵⁴ Indien er wordt aangeboden aan een gering aantal personen, wordt het opstellen van een prospectus geacht een onevenredige last te vormen voor de uitgevende instelling.⁵⁵

Tevens is er een uitzondering beschikbaar voor een aanbieding van effecten met een nominale waarde van EUR 100.000 en voor effecten die in pakketten met een totale tegenwaarde van EUR 100.000 per belegger worden aangeboden.⁵⁶

Aan het gebruik van de '150 personen' uitzondering en de 'EUR 100.000' uitzondering is in Nederland op dit moment nog het voorschrift verbonden dat in reclame-uitingen en in aanbiedingsdocumenten een vrijstellingsvermelding moet worden opgenomen.⁵⁷ Daarin staat dat geen door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld en dat de aanbieding niet onder toezicht staat van de AFM. Deze verplichting vervalt met inwerkingtreding van de Prospectusverordening.

In aanvulling op de hiervoor genoemde algemene uitzonderingen, zijn er ook nog enkele specifieke uitzonderingen beschikbaar, die gebruikt kunnen worden in het kader van bepaalde *corporate actions*, zoals (i) het uitgeven van vervangingsaandelen, (ii) effecten uitgegeven bij een openbaar ruilbod, (iii) effecten uitgegeven bij fusie of splitsing, (iv) stockdividenden en (v) werknemersaandelen.⁵⁸ Deze uitzonderingen waren reeds beschikbaar onder de Prospectusrichtlijn en zijn geïmplementeerd in art. 5:3 lid 2 Wft. Met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening vereenvoudigen de voorwaarden die gesteld worden aan het gebruik van de uitzonderingen genoemd onder (ii) en (iii). Tot op heden kon een uitgevende instelling uitsluitend gebruik maken van deze twee uitzonderingen indien een document algemeen verkrijgbaar werd gesteld dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie in een prospectus.⁵⁹ De Prospectusverordening stelt aan het gebruik van deze uitzonderingen slechts de voorwaarde dat een document ter beschikking wordt gesteld met informatie over de transactie en het effect daarvan op de uitgevende instelling.⁶⁰

De bestaande uitzondering voor werknemersaandelen wordt eveneens vereenvoudigd met de komst van de Prospectusverordening.⁶¹

50. *Stcrt.* 2009, 20007, p. 19-20.

51. Art. 1 lid 4 sub a van de Prospectusverordening.

52. Art. 2 sub e van de Prospectusverordening.

53. Art. 2 sub e van de Prospectusverordening. Deze toevoeging stond ook al in de Prospectusrichtlijn (in art. 2 lid 1 onder (e)).

54. Art. 1 lid 4 sub b van de Prospectusverordening.

55. Overweging (15) bij de Prospectusverordening.

56. Art. 1 lid 4 sub c en d van de Prospectusverordening.

57. Art. 5:20 lid 5 Wft.

58. Art. 1 lid 4 sub e t/m i van de Prospectusverordening.

59. Art. 5:3 lid 2 sub b en c Wft.

60. Art. 1 lid 4 sub f en g van de Prospectusverordening.

61. Art. 5:3 lid 2 sub e Wft.

Zo worden er niet langer eisen gesteld aan de vestigingsplaats of notering van de aandelen van de werkgever.⁶² In het licht van de Brexit is dit een nuttige ontwikkeling. Bedrijven met een zetel in het Verenigd Koninkrijk, dat na de Brexit als derde land zal worden gezien, zullen ook gebruik kunnen maken van deze uitzondering op de prospectusplicht, indien zij effecten aan hun Europese werknemers willen aanbieden in het kader van een werknemersparticipatieplan. Anderzijds was in de Nederlandse implementatie van deze uitzondering geëxpliciteerd dat deze ook gold voor het aanbieden of toewijzen van effecten aan huidige of voormalige bestuurders en leden van de raad van commissarissen. De Prospectusverordening spreekt slechts van bestuurders en bevat geen uitdrukkelijke verwijzing naar leden van de raad van commissarissen.

3.3. Uitzondering voor toelating van effecten tot de handel

De Prospectusverordening bevat een beperkt aantal uitzonderingen dat toegepast kan worden bij toelating tot de handel op een gereguleerde markt.⁶³ Deze uitzonderingen komen grotendeels overeen met de uitzonderingen in de Prospectusrichtlijn en zijn in Nederland geïmplementeerd in art. 5:4 Wft. Ten opzichte van de uitzonderingen in art. 5:4 Wft, introduceert de Prospectusverordening een aantal wijzigingen in de vorm van zowel een uitbreiding als beperking van de uitzonderingen.⁶⁴

Art. 5:4 lid 1 sub a Wft bepaalt dat er geen verplichting is om een prospectus te publiceren voor het toelaten tot de handel van aandelen of certificaten die, gezien over een periode van twaalf maanden, minder dan 10% vertegenwoordigen van het aantal aandelen of certificaten van dezelfde categorie of klasse die reeds zijn toegelaten tot de handel op dezelfde gereguleerde markt. In de Prospectusverordening is deze uitzondering uitgebreid. De 10%-drempel is verhoogd naar 20% en de uitzondering is niet alleen van toepassing op aandelen en certificaten, maar geldt voor alle effecten.⁶⁵

De tweede uitzondering in de Prospectusverordening betreft de zogeheten conversievrijstelling, die op basis van de implementatie van de Prospectusrichtlijn is opgenomen in art. 5:4 lid 1 sub g Wft. Op basis van deze uitzondering kunnen aandelen en certificaten die voortkomen uit conversie of omruiling van andere effecten (bijvoorbeeld

converteerbare obligaties) zonder prospectus tot de handel worden toegelaten, indien aandelen van dezelfde categorie of klasse reeds tot de handel op de betreffende gereguleerde markt waren toegelaten. De Prospectusverordening beperkt de werking van deze uitzondering door maximering van de conversievrijstelling.⁶⁶ De uitzondering is onder de Prospectusverordening slechts van toepassing indien de geconverteerde aandelen over een periode van 12 maanden minder dan 20% vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde klasse die reeds zijn toegelaten tot de handel op de gereguleerde markt.⁶⁷

Overeenkomstig de uitzonderingen voor de aanbieding aan het publiek, zijn er ook voor de toelating tot de handel uitzondering beschikbaar voor bepaalde *corporate actions*.⁶⁸ Ook de uitzondering voor aandelen die worden uitgegeven in het kader van een werknemersplan, is zowel van toepassing op de aanbieding van deze aandelen als op de toelating tot de handel.⁶⁹ De voorwaarden waaronder deze uitzonderingen kunnen worden toegepast, zijn in een aantal gevallen vereenvoudigd (zie paragraaf 3.2.2).

3.4. Vermogensbeheer vrijstelling

In art. 55 van de Vrijstellingsregeling Wft is momenteel een vrijstelling opgenomen voor de aanbieding van effecten aan personen die een zogenoemde vrije-handbeheerovereenkomst hebben gesloten met een vergunninghoudende vermogensbeheerder. In een dergelijke overeenkomst is een vermogensbeheerder gemachtigd om naar eigen inzicht, eventueel met inachtneming van gestelde beperkingen in de beheerovereenkomst, de effectenportefeuille te beheren van de rechthebbende op deze effecten. De ratio achter deze vrijstelling is dat de vermogensbeheerder die de beleggingsbeslissing maakt, zelf een gekwalificeerde belegger is. Het opleggen van een prospectusplicht voor aanbiedingen die zijn gericht tot deze vermogensbeheerders werd geacht weinig toegevoegde waarde te hebben en is om die reden vrijgesteld van het huidige art. 5:2 Wft.⁷⁰ Op het moment van schrijven van dit artikel is er nog geen conceptvoorstel gepubliceerd waarmee de Vrijstellingsregeling Wft zal worden aangepast na inwerkingtreding van de Prospectusverordening. Mogelijk komt deze uitdrukkelijke vrijstelling te vervallen.⁷¹

62. Vergelijk art. 5:3 lid 2 sub e Wft met art. 1 lid 4 sub i van de Prospectusverordening.

63. Art. 1 lid 5 van de Prospectusverordening.

64. De hierna beschreven wijzigingen zijn al sinds 20 juli 2017 rechtstreeks van toepassing in alle lidstaten.

65. Art. 1 lid 5 sub a van de Prospectusverordening. Deze bepaling geldt reeds vanaf 20 juli 2017, zie art. 49 lid 2 Prospectusverordening.

66. Art. 1 lid 5 sub b Prospectusverordening.

67. In art. 1 lid 5, tweede paragraaf, van de Prospectusverordening worden bepaalde situaties genoemd waarin de 20%-maximering uit art. 1 lid 5 sub b van de Prospectusverordening niet van toepassing is.

68. Art. 1 lid 5 sub d t/m g van de Prospectusverordening.

69. Art. 1 lid 5 sub h van de Prospectusverordening.

70. *Stcr.* 2006, 229, p. 36.

71. Op grond van het nieuwe art. 5:4 lid 1 Wft blijft er overigens een technische basis voor het verlenen van

Dit laat onverlet dat er naar onze mening onder de Prospectusverordening onverminderd ruimte is om te concluderen dat een aanbieding aan de vermogensbeheerder die met uitsluiting van diens klant de beleggingsbeslissing neemt, materieel gezien moet worden als een aanbieding aan een gekwalificeerde belegger.⁷² Een dergelijke aanbieding staat dan niet in de weg aan het gebruik van de uitzondering van art. 1 lid 4 sub a van de Prospectusverordening. De aanvulling in de definitie van gekwalificeerde belegger in de Prospectusverordening dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen op verzoek van de uitgevende instelling de kwalificatie van hun cliënten aan de uitgevende instelling mededelen om zo de uitgevende instelling in staat te stellen te bepalen wie de achterliggende investeerders zijn aan wie wordt aangeboden, heeft bij deze uitleg in het bijzonder betekenis bij beleggingsdienstverlening door deze beleggingsondernemingen en kredietinstellingen *anders dan* in de vorm van vrije-hand vermogensbeheer.

er op bedacht zijn dat naast een prospectusplicht onder de Prospectusverordening ook separate prospectus- en informatieplichten kunnen bestaan onder andere Europese regimes, zoals de UCITS-Richtlijn, AIFM-Richtlijn en PRIIPS-verordening. Deze verschillende regimes zijn niet op elkaar afgestemd.

4. Conclusie

De Prospectusverordening voorziet in een update van de Prospectusrichtlijn uit 2003. Het huidige prospectusregime blijft met de inwerkingtreding van de Prospectusverordening echter grotendeels gehandhaafd. Zo zijn de situaties waarin een prospectus moeten worden gepubliceerd ongewijzigd en ook de uitzonderingen komen, op enkele kleine wijzigingen na, overeen met de uitzonderingen in de Prospectusrichtlijn. De meest ingrijpende verandering betreft de wijziging in het vrijstellingsregime voor 'kleine' aanbiedingen. Aanbiedingen met een tegenwaarde van minder dan EUR 1.000.000 zijn uitgezonderd van de prospectusplicht, maar kunnen wel onder een nationaal regime vallen. Lidstaten kunnen voorts besluiten aanbiedingen met een bepaalde (door de lidstaat vast te stellen) tegenwaarde tussen EUR 1.000.000 en EUR 8.000.000 uit te zonderen van de prospectusplicht. Lidstaten kunnen ook besluiten alternatieve informatieverplichtingen te verbinden aan deze vrijgestelde aanbiedingen in nationale wetgeving. Op dit punt lijkt de harmonisatie-doelstelling van de Prospectusverordening niet te worden behaald. Een uitgevende instelling die effecten wil aanbieden met een tegenwaarde tot EUR 8.000.000 zal per betrokken lidstaat moeten nagaan of deze aanbieding is vrijgesteld dan wel of er lokale informatieverplichtingen van kracht zijn. Daarnaast moeten uitgevende instellingen

een vrijstelling bij ministeriële regeling van kracht.

72. Zie ook GS Toezicht Financiële Markten, art. 1g Vrijstellingsregeling Wte 1995, aant. 5, waarin wordt betoogd dat in deze situatie sprake is van een aanbieding aan een niet professionele marktpartij.