



KATHOLIEKE UNIVERSITEIT LEUVEN
Faculteit Rechtsgeleerdheid
Academiejaar 2008-2009

DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT

**Kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht
in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingen
in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland**

Tom Van Dyck

Promotor: Prof. dr. Jules Stuyck

Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van doctor in de rechten.

Publicity is justly commended as a remedy for social and
industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants;
electric light the most efficient policeman.

Louis Brandeis, 1914

De herinnering van zonlicht vervaagt in het hart.
Wat is dat ? – Duisternis ?
Misschien ! Mogelijk komt deze nacht de
Winter.

Anna Akhmatova, 1911

BEKNOPTE INHOUDSOPGAVE

| | |
|--|-----|
| BEKNOPT LEXICON | 15 |
| ALGEMENE INLEIDING | 21 |
| DEEL 1. KRITISCHE ANALYSE VAN DE DOELSTELLINGEN VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT | 29 |
| HOOFDSTUK 1. DE DOELSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT | 39 |
| HOOFDSTUK 2. DE DOELSTELLINGEN VAN DE HARMONISATIE | 99 |
| ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 1 | 201 |
| DEEL 2. KRITISCHE ANALYSE VAN DE METHODE VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT..... | 201 |
| HOOFDSTUK 1. DE HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN | 211 |
| HOOFDSTUK 2. DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT | 263 |
| HOOFDSTUK 3. DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSVRIJSTELLINGEN | 395 |
| ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 2 | 517 |
| CONCLUSIES VAN HET ONDERZOEK..... | 519 |
| TEKSTVOORSTEL ALGEMENE PROSPECTUSVERORDENING | 535 |
| BEKNOPTE BIBLIOGRAFIE..... | 543 |
| REGISTER..... | 587 |

VOLLEDIGE INHOUDSOPGAVE

| | |
|---|----|
| BEKNOPT LEXICON | 15 |
| ALGEMENE INLEIDING | 21 |
| Voorwoord..... | 21 |
| De financiële crisis van 2008..... | 22 |
| Situering van het onderzoek | 25 |
| Afbakening van het onderzoek | 26 |
| Doelstelling van het onderzoek | 27 |
| Structuur van het onderzoek | 27 |
| Methodologische opbouw van het onderzoek..... | 28 |
| Opmerking betreffende de terminologie..... | 28 |
| Vertaling..... | 28 |
| Dankwoord | 28 |
| DEEL 1. KRITISCHE ANALYSE VAN DE DOELSTELLINGEN VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT | 29 |
| INLEIDING BIJ DEEL 1 – METHODOLOGISCHE NOTEN | 29 |
| 1. Algemeen opzet van Deel 1 | 29 |
| 2. Verantwoording van de juridische en economische analyse | 29 |
| 3. Verantwoording van de historische analyse..... | 33 |
| 4. Verantwoording van de politieke analyse | 36 |
| 5. Tussentijds besluit..... | 37 |
| HOOFDSTUK 1. DE DOELSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT | 39 |
| AFDELING 1. DE PROSPECTUSPLICHT ALS EXPONENT VAN EEN “CULTUUR VAN INFORMATIE” | 41 |
| 1.1. Opzet..... | 41 |
| 1.2. Historische wortels van het informatieparadigma..... | 43 |
| 1.2.1. Negentiende-eeuwse hervormingen | 43 |
| 1.2.2. De beurscrash van 1929 en de economische depressie..... | 45 |
| 1.3. Wijzigende percepties doorheen de twintigste eeuw | 47 |
| 1.4. Het ontstaan van een “cultuur van informatie” | 49 |
| 1.5. Tussentijds besluit | 52 |
| AFDELING 2. NOODZAAK VAN EEN KRITISCHE BENADERING VAN DE PROSPECTUSPLICHT..... | 53 |
| 2.1. Opzet..... | 53 |
| 2.2. De kosten van het informatieparadigma | 54 |
| 2.2.1. Identificatie van de kosten..... | 54 |
| 2.2.2. Wie draagt de kosten? | 56 |
| 2.3. De gevolgen van divergente kostenstructuren | 56 |
| 2.3.1. Globalisering..... | 56 |
| 2.3.2. De Europese integratie | 58 |
| 2.4. Toenemende concurrentie..... | 59 |
| 2.5. Tussentijds besluit | 60 |
| AFDELING 3. BELEGGERSBESCHERMING ALS “ONEIGENLIJKE” DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT | 61 |
| 3.1. Opzet..... | 61 |
| 3.2. Verankering van beleggersbescherming in het recht | 61 |
| 3.2.1. Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening..... | 61 |
| 3.2.2. MiFID en Transparantierichtlijn | 62 |
| 3.2.3. IOSCO..... | 64 |
| 3.3. Prospectusplicht als oneigenlijke vorm van beleggersbescherming | 64 |
| 3.3.1. De rationaliteit van de belegger gerelativeerd..... | 65 |

| | | |
|---|---|-----|
| 3.3.2. | Het continuüm van beleggerstypes..... | 66 |
| 3.3.3. | Wie is de belegger die beschermd wordt door de prospectusplicht? | 68 |
| 3.3.4. | Wordt de niet-professionele belegger beschermd door de prospectusplicht? | 71 |
| 3.3.5. | Perverse effecten van de prospectusplicht? | 76 |
| 3.4. | Poging tot het formuleren van een alternatief model van beleggersbescherming..... | 78 |
| 3.5. | Tussentijds besluit | 83 |
| AFDELING 4. EFFICIËNTIE VAN DE MARKTEN ALS WEZENLIJKE DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT | | 85 |
| 4.1. | Opzet..... | 85 |
| 4.2. | Verankering van marktefficiëntie in het recht | 85 |
| 4.2.1. | Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening..... | 85 |
| 4.2.2. | MiFID en Transparantierichtlijn | 86 |
| 4.2.3. | IOSCO..... | 86 |
| 4.3. | De prospectusplicht, gekaderd in een theorie van marktefficiëntie | 87 |
| 4.3.1. | De “efficiënte kapitaalmarkten hypothese” (ECMH)..... | 87 |
| 4.3.2. | De ECMH gerelativeerd..... | 88 |
| 4.4. | De prospectusplicht als hefboom voor marktefficiëntie | 92 |
| 4.5. | Tussentijds besluit | 96 |
| HOOFDSTUK 2. DE DOELSTELLINGEN VAN DE HARMONISATIE..... | | 99 |
| AFDELING 1. OP NAAR EEN GEÏNTEGREERDE EUROPESE KAPITAALMARKT: DE HARMONISATIE NAGESTREEFD DOOR DE PROSPECTUSRICHTLIJN | | 101 |
| 1.1. | Opzet..... | 101 |
| 1.2. | Context voor een harmonisatie van de prospectusreglementering : het FSAP | 101 |
| 1.3. | Het harmonisatiedomein van art. 1.1 van de Prospectusrichtlijn | 103 |
| 1.4. | Werkelijk harmonisatiedomein van de Prospectusrichtlijn..... | 106 |
| 1.5. | Tussentijds besluit | 111 |
| AFDELING 2. HISTORISCHE ANALYSE VAN DE EUROPESE HARMONISATIEBEWEGING VAN HET EFFECTENRECHT (1957-2008) | | 113 |
| 2.1. | Opzet..... | 113 |
| 2.2. | De twee historische fases voorafgaand aan het FSAP (1957-1998) | 113 |
| 2.2.1. | Eerste fase (1957-1985) | 114 |
| 2.2.2. | Tweede fase (1985-1998)..... | 117 |
| 2.3. | De genese van het FSAP (1998-1999)..... | 122 |
| 2.3.1. | De politieke context bij de totstandkoming van het FSAP | 122 |
| 2.3.2. | Het FSAP als logisch vervolg op de EMU | 123 |
| 2.3.3. | De delicate start van het FSAP..... | 125 |
| 2.4. | Recuperatie en versterking van het FSAP en het verband met de “Lissabon Agenda” (2000-2008) | 127 |
| 2.4.1. | De “Lissabon Agenda” als ultieme legitimatie van het FSAP..... | 127 |
| 2.4.2. | De blijvende impact van de “Lissabon Agenda” op het FSAP..... | 129 |
| 2.5. | Tussentijds besluit | 131 |
| AFDELING 3. POLITIEKE ANALYSE VAN HET SUCCES VAN DE HARMONISATIEBEWEGING SINDS 1999 | | 133 |
| 3.1. | Opzet..... | 133 |
| 3.2. | Eerste mogelijke verklaring : het FSAP als noodzakelijk antwoord..... | 134 |
| 3.2.1. | Crisis van de instellingen op het einde van de vorige eeuw | 134 |
| 3.2.2. | Externe factoren : globalisering, emu en technologische ontwikkelingen..... | 135 |
| 3.2.3. | Kritische bedenkingen bij deze verklaringspoging..... | 135 |
| 3.3. | Tweede mogelijke verklaring : Lamfalussy als unieke doorbraak..... | 138 |
| 3.3.1. | De context van het Lamfalussy rapport..... | 138 |
| 3.3.2. | Analyse van het viertrapsmodel van het Lamfalussy rapport..... | 141 |
| 3.3.3. | Juridische analyse van Lamfalussy niveau 1 | 143 |
| 3.3.4. | Juridische analyse van Lamfalussy niveau 2 | 148 |

| | | |
|--|---|-----|
| 3.3.5. | Juridische analyse van Lamfalussy niveau 3 (CESR)..... | 149 |
| 3.3.6. | Juridische analyse van Lamfalussy niveau 4..... | 156 |
| 3.3.7. | Kritische bedenkingen bij deze verklaringspoging..... | 156 |
| 3.4. | Poging tot het vinden van een meer volledige verklaring..... | 156 |
| 3.4.1. | De nieuwe marktspelers..... | 156 |
| 3.4.2. | De achterliggende motieven..... | 159 |
| 3.4.3. | De convergerende belangen..... | 161 |
| 3.4.3. | De toegenomen techniciteit..... | 162 |
| 3.3.4. | De ondertoon van liberalisering..... | 163 |
| 3.5. | Tussentijds besluit..... | 164 |
| AFDELING 4. IDENTIFICATIE VAN DE VERONDERSTELLINGEN ACHTER DE HARMONISATIEBEWEGING ... | | 167 |
| 4.1. | Opzet..... | 167 |
| 4.2. | De veronderstellingen van het FSAP..... | 167 |
| 4.3. | De moeilijke zoektocht naar een legitimatie..... | 169 |
| 4.3.1. | Afwezigheid van economische legitimatie in het FSAP..... | 169 |
| 4.3.2. | Zoektocht naar een economische legitimatie in het FSAP (aanvang)..... | 169 |
| 4.4. | De gevonden economische legitimatie..... | 170 |
| 4.4.1. | De London Economics studie..... | 170 |
| 4.4.2. | De Zew studie..... | 172 |
| 4.4.3. | De DG Fin studie..... | 174 |
| 4.5. | Tussentijds besluit..... | 177 |
| AFDELING 5. ANALYSE VAN DE ECONOMISCHE THEORIE : NAAR EEN HARMONISATIETEST?..... | | 179 |
| 5.1. | Opzet..... | 179 |
| 5.2. | Onderzoek van de onderliggende economische theorie..... | 179 |
| 5.2.1. | Empirische gegevens..... | 179 |
| 5.2.2. | Begripsverwarring en voorstel van werkdefinities..... | 184 |
| 5.2.3. | Economische theorie..... | 185 |
| 5.3. | Onderzoek van “dissonante” economische stemmen..... | 187 |
| 5.3.1. | Kritiek van methodologische aard..... | 188 |
| 5.3.2. | Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële ontwikkeling..... | 189 |
| 5.3.3. | Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële liberalisering..... | 191 |
| 5.3.4. | Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële integratie..... | 192 |
| 5.3.5. | Waarom maakt de Europese Commissie geen gewag van dergelijke dissonante studies?..... | 193 |
| 5.4. | De harmonisatie van het FSAP getest..... | 193 |
| 5.4.1. | “Financiële ontwikkeling”-test..... | 194 |
| 5.4.2. | “Financiële integratie”-test..... | 197 |
| 5.4.3. | Identificatie van de harmonisatie-test..... | 198 |
| 5.5. | Tussentijds besluit..... | 198 |
| ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 1..... | | 201 |
| DEEL 2. KRITISCHE ANALYSE VAN DE METHODE VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT..... | | 201 |
| INLEIDING BIJ DEEL 2 – METHODOLOGISCHE NOTEN..... | | 203 |
| 1. | Algemeen opzet van Deel 2..... | 203 |
| 1.1. | Witboek financiële diensten 2005-2010..... | 203 |
| 1.2. | Witboek verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen..... | 204 |
| 2. | Een analyse van de Europese reglementering (“top down”) gekoppeld aan rechtsvergelijkend onderzoek (“bottom up”)..... | 206 |
| 3. | Een beginselenbenadering gekoppeld aan een gedetailleerde technische analyse..... | 206 |
| 4. | Een omvattende studie, met evenwel enkele belangrijke beperkingen..... | 207 |
| 5. | Tussentijds besluit..... | 210 |
| HOOFDSTUK 1. DE HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN..... | | 211 |

| | |
|--|-----|
| AFDELING 1. DE HARMONISATIEMETHODE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN | 213 |
| 1.1. Opzet..... | 213 |
| 1.2. “Totale harmonisatie” gekaderd in het continuüm van harmonisatiemethodes | 213 |
| 1.2.1. Veelheid van harmonisatiemethodes..... | 214 |
| 1.2.2. Kritiek met betrekking tot “totale harmonisatie”..... | 216 |
| 1.2.3. Alternatieven : “Gemitigeerde totale harmonisatie”..... | 219 |
| 1.2.4. Harmonisatiemethodes als ijkpunten in een continuüm?..... | 224 |
| 1.3. De harmonisatiemethode van de prospectusrichtlijn | 224 |
| 1.3.1. Tekstuele analyse | 224 |
| 1.3.2. Sub-tekstuele analyse | 226 |
| 1.4. Formulering van een nieuw harmonisatiemodel : Coöperatieve harmonisatie | 230 |
| 1.4.1. Werkhypothese..... | 230 |
| 1.4.2. Kenmerken van de coöperatieve harmonisatie | 232 |
| 1.4.3. Beoordeling – Op naar een “Algemene Prospectusverordening”? | 235 |
| AFDELING 2. ANALYSE VAN DE OMZETTINGSBENADERING IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES | 239 |
| 2.1. Opzet..... | 239 |
| 2.2. De omzetting van de prospectusrichtlijn in de lidstaten | 239 |
| 2.3. De omzettingsbenadering in de onderzochte jurisdicties | 241 |
| 2.3.1. De omzettingsbenadering in België..... | 241 |
| 2.3.2. De omzettingsbenadering in Nederland | 246 |
| 2.3.3. De omzettingsbenadering in Frankrijk | 251 |
| 2.3.4. De omzettingsbenadering in het Verenigd Koninkrijk | 254 |
| 2.3.5. De omzettingsbenadering in Duitsland..... | 256 |
| 2.4. Synthese van het rechtsvergelijkend bronnenoverzicht | 257 |
| 2.5. Tussentijds besluit | 261 |
| HOOFDSTUK 2. DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT | 263 |
| AFDELING 1. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE BEVOEGDHEIDSAANDUIDING VAN DE TOEZICHTHOUDENDE OVERHEID | 265 |
| 1.1. Opzet..... | 265 |
| 1.2. Analyse van de bevoegdheidsaanduidende regels van de Prospectusrichtlijn | 265 |
| 1.2.1. De regeling van de bevoegdheidsaanwijzing | 265 |
| 1.2.2. Concrete regeling | 267 |
| 1.2.3. Kritische geluiden uit de rechtspraktijk en de interpretatieve nota van de Commissie..... | 268 |
| 1.2.4. Kritische benadering van de kritiek..... | 272 |
| 1.3. Toetsing van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties | 276 |
| 1.3.1. Analyse van de omzettingsbenadering in België..... | 276 |
| 1.3.2. Analyse van de omzettingsbenadering in Nederland..... | 278 |
| 1.3.3. Analyse van de omzettingsbenadering in Frankrijk | 280 |
| 1.3.4. Analyse van de omzettingsbenadering in het Verenigd Koninkrijk | 281 |
| 1.3.5. Analyse van de omzettingsbenadering in Duitsland..... | 282 |
| 1.4. Toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 | 282 |
| 1.5. Tussentijds besluit | 290 |
| AFDELING 2. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS DE AANBIEDING VAN EFFECTEN AAN HET PUBLIEK | 291 |
| 2.1. Opzet..... | 291 |
| 2.2. Analyse van de Prospectusrichtlijn | 291 |
| 2.2.1. Historische achtergrond..... | 291 |
| 2.2.2. Evolutie van een intentioneel naar een feitelijk criterium | 294 |
| 2.2.3. Bestanddelen van de Europeesrechtelijke definitie | 295 |
| 2.3. Toetsing aan de omzettingsbenaderingen ten aanzien van de prospectusplicht wegens | 320 |
| 2.3.1. openbare aanbidding in de onderzochte jurisdicties..... | 320 |
| 2.3.1. Analyse van de omzettingsbenadering in België..... | 320 |

| | | |
|--|---|-----|
| 2.3.2. | Analyse van de omzettingsbenadering in Nederland..... | 332 |
| 2.3.3. | Analyse van de omzettingsbenadering in Frankrijk | 337 |
| 2.3.4. | Analyse van de omzettingsbenadering in Verenigd Koninkrijk | 341 |
| 2.3.5. | Analyse van de omzettingsbenadering in Duitsland..... | 345 |
| 2.3.6. | Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek | 349 |
| 2.4. | Toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 en formulering van een alternatief..... | 350 |
| 2.4.1. | Aanzienlijke divergenties (en de relevantie daarvan)..... | 350 |
| 2.4.2. | Argumentatie <i>pro</i> een verbintenisrechtelijke invulling van het begrip “openbare aanbidding” | 351 |
| 2.4.3. | Argumentatie <i>contra</i> een verbintenisrechtelijke invulling van het begrip “openbare aanbidding” | 353 |
| 2.4.4. | Vergelijking met de 1933 Securities Act..... | 355 |
| 2.4.5. | Synthese : formulering van een <i>de lege ferenda</i> alternatief..... | 362 |
| 2.5. | Tussentijds besluit | 370 |
| AFDELING 3. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS DE TOELATING VAN EFFECTEN TOT DE VERHANDELING OP DE GERELEMENTEERDE MARKT | | 371 |
| 3.1. | Opzet..... | 371 |
| 3.2. | Analyse van de Prospectusrichtlijn | 371 |
| 3.2.1. | Historische achtergrond..... | 371 |
| 3.2.2. | Inhoudelijke bepaling door de MiFID | 372 |
| 3.2.3. | Gereguleerde en niet-gereguleerde markten in de onderzochte jurisdicties | 373 |
| 3.3. | Toetsing van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties | 376 |
| 3.3.1. | Analyse van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties | 376 |
| 3.3.2. | Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek | 377 |
| 3.3.3. | Overzicht van de gereguleerde markten in de onderzochte jurisdicties | 378 |
| 3.4. | Toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 | 378 |
| AFDELING 4. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE NOTIE “EFFECTEN” | | 381 |
| 4.1. | Opzet..... | 381 |
| 4.2. | Analyse van de Prospectusrichtlijn | 381 |
| 4.2.1. | Historische achtergrond..... | 381 |
| 4.2.2. | Inhoudelijke bepaling door de MiFID | 382 |
| 4.2.3. | Incorporatie in de prospectusrichtlijn van de tekortkomingen van het effectenbegrip van de richtlijn beleggingsdiensten via de kruisverwijzing naar de MiFID | 384 |
| 4.2.4. | Bestaan alternatieven voor het MiFID effectenbegrip in de Prospectusrichtlijn?..... | 386 |
| 4.3. | Toetsing van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties | 389 |
| 4.3.1. | Analyse van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties | 390 |
| 4.3.2. | Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek | 392 |
| 4.4. | Toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 | 392 |
| 4.5. | Tussentijds besluit | 393 |
| HOOFDSTUK 3. DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSVRIJSTELLINGEN | | 395 |
| AFDELING 1. ANALYSE VAN DE TOTSTANDKOMING VAN DE VRIJSTELLINGSREGELING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN | | 397 |
| 1.1. | Opzet..... | 397 |
| 1.2. | Het oorspronkelijk voorstel | 397 |
| 1.2.1. | De beleggersvrijstellingen..... | 397 |
| 1.2.2. | De effectenvrijstellingen | 398 |
| 1.3. | Het gewijzigd voorstel..... | 399 |
| 1.3.1. | Van beleggersvrijstellingen naar een aanbiddings- <i>safe harbour</i> | 399 |
| 1.3.2. | Van een enkelvoudige categorie van effectenvrijstellingen naar een uitsplitsing in effectenvrijstellingen en verhandelingsvrijstellingen | 402 |
| 1.4. | Prospectusrichtlijn | 404 |
| 1.5. | Tussentijds besluit | 404 |

| | |
|--|-----|
| AFDELING 2. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE AANBIEDINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 3.2)..... | 407 |
| 2.1. Opzet..... | 407 |
| 2.2. Analyse van de aanbiedingsvrijstellingen van de Prospectusrichtlijn..... | 407 |
| 2.2.1. Historische achtergrond..... | 407 |
| 2.2.2. Evolutie ten opzichte van het gewijzigd voorstel..... | 407 |
| 2.2.3. Evaluatie van het aanbiedingsvrijstellingsregime..... | 410 |
| 2.2.4. Het juridisch karakter van de aanbiedingsvrijstellingen..... | 412 |
| 2.3. Toetsing van de omzettingen benaderingen in de onderzochte jurisdicties | 419 |
| 2.3.1. Analyse van de omzetting in België..... | 419 |
| 2.3.2. Analyse van de omzetting in Nederland..... | 421 |
| 2.3.3. Analyse van de omzetting in Frankrijk..... | 426 |
| 2.3.4. Analyse van de omzetting in het Verenigd Koninkrijk | 430 |
| 2.3.5. Analyse van de omzetting in Duitsland..... | 433 |
| 2.3.6. Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek..... | 435 |
| 2.4. Toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 en formulering van een alternatief..... | 436 |
| 2.4.1. Aanzienlijke divergenies (en de relevantie daarvan)..... | 437 |
| 2.4.2. Vergelijking met de 1933 Securities Act..... | 438 |
| 2.4.3. Formulering van een alternatief | 443 |
| 2.5. Tussentijds besluit | 446 |
| AFDELING 3. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN HET “GEKWALIFICEERDE BELEGGERS”-REGIME VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 2.1.E)..... | 449 |
| 3.1. Opzet..... | 449 |
| 3.2. Analyse van het “gekwalificeerde beleggers”-regime van de Prospectusrichtlijn | 449 |
| 3.3. Analyse van de diverse categorieën “gekwalificeerde beleggers”, zoals omgezet | 451 |
| 3.3.1. Eerste categorie : Financiële instellingen (verplicht) | 451 |
| 3.3.2. Tweede categorie : Statelijke entiteiten (verplicht) | 458 |
| 3.3.3. Derde categorie : Grote ondernemingen (verplicht)..... | 459 |
| 3.3.4. Vierde categorie : Kleine en middelgrote ondernemingen (optioneel)..... | 461 |
| 3.3.5. Vijfde categorie : Natuurlijke personen (optioneel) | 472 |
| 3.4. Tussentijds besluit | 474 |
| AFDELING 4. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 4.1)..... | 477 |
| 4.1. Opzet..... | 477 |
| 4.2. Analyse van de effectenvrijstellingen van de prospectusrichtlijn | 477 |
| 4.3. Analyse van de effectenvrijstellingen, zoals omgezet in de onderzochte jurisdicties..... | 478 |
| 4.3.1. Eerste categorie : Vervanging | 478 |
| 4.3.2. Tweede categorie : Openbaar aanbod tot ruil | 479 |
| 4.3.3. Derde categorie : Fusie..... | 485 |
| 4.3.4. Vierde categorie : Kosteloze aanbieding of uitreiking | 488 |
| 4.3.5. Vijfde categorie : Aanbieding of uitreiking door de werkgever | 493 |
| 4.4. Tussentijds besluit | 499 |
| AFDELING 5. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 4.2)..... | 501 |
| 5.1. Opzet..... | 501 |
| 5.2. Analyse van de verhandelingsvrijstellingen van de Prospectusrichtlijn | 501 |
| 5.3. Analyse van de verhandelingsvrijstellingen, zoals omgezet in de onderzochte | 502 |
| 5.3.1. Eerste vijf categorieën..... | 502 |
| 5.3.2. Zesde categorie : <i>De minimis</i> | 505 |
| 5.3.3. Zevende categorie : Conversie of omruiling | 511 |
| 5.3.4. Achtste categorie : “Andere gereguleerde markt” | 514 |

| | | |
|------|--|-----|
| 5.4. | Tussentijds besluit | 516 |
| | ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 2 | 517 |
| | CONCLUSIES VAN HET ONDERZOEK..... | 519 |
| | TEKSTVOORSTEL ALGEMENE PROSPECTUSVERORDENING | 535 |
| | BEKNOPTTE BIBLIOGRAFIE..... | 543 |
| | REGISTER..... | 587 |

BEKNOPT LEXICON

| | |
|---|---|
| 1933 SECURITIES ACT | Securities Act of 1933 (15 U.S.C. § 77a et seq.) |
| 1934 EXCHANGE ACT | Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. § 78a et seq.) |
| AFM | Autoriteit Financiële Markten, die in Nederland is aangeduid als de toezichhoudende overheid voor de doeleinden van de prospectusreglementering |
| AMF | Autorité des Marchés Financiers, die in Frankrijk is aangeduid als de toezichhoudende overheid voor de doeleinden van de prospectusreglementering |
| APFD | Actieplan voor Financiële Diensten (zie FSAP) |
| BAFIN | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die in Duitsland is aangeduid als de toezichhoudende overheid voor de doeleinden van de prospectusreglementering |
| CBFA | Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen, die in België is aangeduid als de toezichhoudende overheid voor de doeleinden van de prospectusreglementering |
| CESR (COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS) | Het Comité van Europese Effectentoezichhouders (opgericht op 6 juni 2001) |
| CODE MONETAIRE ET FINANCIER | Franse <i>code monétaire et financier</i> , zoals op heden van toepassing in Frankrijk |
| COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION | Een comité o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON dat op 12 september 2006 werd opgericht als een onafhankelijk comité samengesteld uit 22 “leidinggevende” personen uit de financiële, juridische en boekhoudkundige sectoren alsook vooraanstaande academici, met als doel om een aantal probleemgebieden die het concurrentievermogen van de kapitaalmarkten aantasten, te behandelen met het oog op het formuleren van beleidsaanbevelingen |
| CONSUMENTENKREDIET RICHTLIJN | Richtlijn 2008/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten en tot intrekking van Richtlijn 87/102/EEG van de Raad |
| DELORS COMMISSIE | Europese Commissie, voorgezeten door Jacques Delors (1985-1995) |
| DIENSTENRICHTLIJN | Richtlijn 2006/123/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 betreffende diensten op de interne markt |

| | |
|--|--|
| E.E.R. | Europese Economische Ruimte die bestaat uit de 27 lidstaten van de Europese Unie, en 3 bijkomende staten (het Vorstendom Liechtenstein, het Koninkrijk Noorwegen, en de Republiek IJsland) |
| ECMH | <i>Efficient Capital Market Hypothesis</i> (zie <i>Deel 1, Hoofdstuk 1, Afdeling 4</i>) |
| ESME | European Securities Markets Expert Group, een comité van experts opgericht bij Besluit van de Europese Commissie van 30 maart 2006 tot oprichting van een Europese deskundigengroep voor effectenmarkten die tot taak heeft juridisch en economisch advies te verstrekken over de toepassing van de EU-effectenrichtlijnen (2006/288/EG) |
| EUROPESE AKTE | Europese Akte (<i>Pb. L.</i> , 29 juni 1987, afl. 169, 1) |
| FSA | Financial Service Authority, die in het Verenigd Koninkrijk is aangeduid als de toezichhoudende overheid (al dan niet in de hoedanigheid van de UK Listing Authority) voor de doeleinden van de prospectusreglementering |
| FSA HANDBOOK | Handboek met de regels uitgevaardigd door de FSA op grond van de <i>Financial Services And Markets Act 2000</i> |
| FSAP | Financial Services Action Plan zoals uiteengezet in de <i>Medeling van de Commissie – Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan</i> (COM(1999)232, 11 mei 1999); in het Nederlands ook soms afgekort als APFD (Actieplan Financiële Diensten) |
| FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FSMA 2000) | <i>Financial Services And Markets Act 2000</i> , zoals op heden van toepassing in het Verenigd Koninkrijk |
| GEWIJZIGD VOORSTEL | Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (COM(2002) 460definitief, 9 augustus 2002) |
| IFRS | <i>International Financial Reporting Standards</i> , ingevoerd via Verordening (EG) 1606/2002/EG |
| IOSCO | <i>International Organization of Securities Commissions</i> , opgericht in 1983 |
| IPO | <i>Initial public offering</i> , d.w.z. de eerste toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt |
| MARKTMISBRUIKRICHTLIJN | Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) |

| | |
|-------------------------------------|--|
| MIFID | Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad |
| MIFID-UITVOERINGSRICHTLIJN | Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn |
| MIFID-UITVOERINGSVERORDENING | Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft |
| MINIMALE HARMONISATIE | De harmonisatiemethode waarbij de lidstaten verplicht zijn een bepaald minimum van regels om te zetten in hun nationaal recht (zie <i>Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1</i> voor een meer volledige omschrijving) |
| NYSE EURONEXT | De holding vennootschap die op 4 april 2007 gecreëerd werd tussen NYSE Group, Inc. En Euronext NV |
| OORSPRONKELIJK VOORSTEL | Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten (COM(2001)280 definitief, 30 mei 2001) |
| PROSPECTUS RULES | Hoofdstuk van het FSA Handbook (zie <i>FSA Handbook</i>) |
| PROSPECTUSRICHTLIJN | 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 |
| PROSPECTUSVERORDENING | Verordening (EG) nr. 211/2007 van de Commissie van 27 februari 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken financiële informatie betreft wanneer de uitgevende instelling een complexe financiële geschiedenis heeft of een aanzienlijke |

financiële verplichting is aangegaan

PROSPECTUSWET

Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zoals op heden van toepassing in België

RICHTLIJN 2001/107/EG

Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen

RICHTLIJN 2001/34/EG

Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd

RICHTLIJN 2004/25/EG

Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod

RICHTLIJN 2007/14/EG

Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten

RICHTLIJN 80/390/EEG

Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs

RICHTLIJN 89/298/EEG

Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbieding van effecten

RICHTLIJN BELEGGINGSDIENSTEN

Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten

RICHTLIJN MISLEIDENDE RECLAME

Richtlijn 84/450/EEG van de Raad van 10 september 1984 betreffende het nader tot elkaar brengen van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lid- Staten inzake misleidende reclame

**RICHTLIJN MISLEIDENDE EN
VERGELIJKENDE RECLAME**

Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende reclame en

| | |
|---|--|
| | vergelijkende reclame |
| RICHTLIJN ONEERLIJKE HANDELSPRAKTIJKEN | Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt |
| SEGRÉ RAPPORT | Invloedrijk rapport van 1966-1967 opgesteld door een groep experts in opdracht van de Europese Commissie (“The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission”) |
| SOX | Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Pb. L. No. 107-204, 116 Stat. 745) |
| TOTALE HARMONISATIE | De harmonisatiemethode waarbij het de lidstaten, bij de omzetting van richtlijnen in hun nationaal recht, niet is toegestaan te voorzien in meer of minder strenge afwijkingen, behoudens vrijwaringsclausules; ook “maximale” of “volledige” harmonisatie genoemd (zie <i>Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1</i> voor een meer volledige omschrijving) |
| TRANSPARANTIERICHTLIJN | Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG |
| UKLA | UK Listing Authority (zie <i>FSA</i>) |
| VERORDENING (EG) NR. 1606/2002 | Verordening (EG) 1606/2002/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen |
| VERORDENING (EG) NR.1725/2003 | Verordening (EG) nr.1725/2003 van de Commissie van 29 september 2003 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad |
| WFT | Wet Financieel Toezicht, zoals op heden van toepassing in Nederland |
| WPPG | Wertpapierprospektgesetz, zoals op heden van toepassing in Duitsland |

ALGEMENE INLEIDING

VOORWOORD

Het is niet evident om in het financieel recht het bos door de bomen te zien. De techniciteit houdt dit domein in een wurggreep.

Ofwel beperkt het onderzoek zich tot algemene vragen en beschouwingen, ten koste van de technische details. Daardoor mist de tekst met zekerheid nauwkeurigheid; het zijn immers deze technische regels die de algemene vragen grotendeels beantwoorden.

Ofwel engageert het onderzoek zich om alle technische regels te bestuderen. Dit gaat dan ten koste van de onderliggende vragen van algemene aard. Daarnaast evolueren de technische regels te snel om ze te vatten in een studie met een geldigheid van enkele jaren. Bovendien zijn de technische regels vervat in een net van wat men vaak aanduidt als de “marktpraktijken”, een vage notie die slaat op wat toezichhoudende overheden voorschrijven, wat ondernemingen doen, wat beleggers aanvoelen als normaal, en wat raadslieden adviseren.

Dit dilemma betreft nagenoeg het hele domein van het financieel recht, zoals de regelgeving inzake beleggingsdiensten, transparantieregels, overnameregelgeving, marktmisbruik, en ook het voorwerp van voorliggende studie, de prospectusreglementering.

Voorliggend proefschrift betracht in dat opzicht een delicate middenweg te bewandelen, zoals hierna verder wordt uiteengezet.

De wurggreep wordt pas echt dodelijk – en de middenweg grilliger – door de dialectische bewegingen van crashes en (her)regulering¹ die typisch zijn voor het financieel recht en het financiële domein in zijn geheel. Dat is niet nieuw. Een kwart eeuw geleden maakte BRUYNEEL bij zijn studie omtrent “le droit bancaire” de volgende opmerking, die bij het schrijven van dit proefschrift mee de richting heeft bepaald :

“Nous sommes peu enclins à jouer les Nostradamus ou les Madame Soleil du droit bancaire; d’abord par tempérament, ensuite par certitude que la relecture dans 20 ans (et même bien avant) des quelques pages qui suivent nous remplira de honte. [...] [C]e risque peut être limité dans une certaine mesure *en évitant de regarder trop loin dans l’avenir, en faisant le point sur diverses tendances d’aujourd’hui et en esquissant avec prudence leurs prolongements probables, enfin en donnant parfois la préférence aux évolutions souhaitées plutôt qu’aux évolutions possibles*” (eigen cursivering)².

Deze waarschuwing – en nog belangrijker : de bijhorende intellectuele nederigheid – blijven niet alleen passend, maar zoals de huidige financiële crisis aantoont, meer dan ooit noodzakelijk.

¹ Zie de methodologische noten met betrekking tot Deel 1.

² A. BRUYNEEL, “Le droit bancaire”, *J.T.*, 1982, 349-358, op 349. BRUYNEEL merkt verder op (ik laat het aan de lezer om, in de context van 2008, het visionair karakter daarvan in te schatten) : “Nous supposons également – cela ne va nullement de soi – que la fin du millénaire ne sera marquée ni d’événements catastrophiques, ni de bouleversements politiques ou économiques majeurs (« y aura-t-il encore des banquiers en 2002 ? »), ni d’une paralysie plus ou moins endémique des processus de décision politique et législative en Belgique, ni de la disparition d’un droit bancaire national, ni d’une étatisation intégrale du secteur financier wallon ou encore de la transformation salvatrice de Bruxelles en véritable place financière internationale” (op 349).

DE FINANCIËLE CRISIS VAN 2008

Een proefschrift omtrent dit onderwerp dat niet ingaat op de context van de financiële crisis zou wereldvreemd zijn. Er past in deze algemene inleiding een woord over de financiële crisis van 2008 en hoe daarmee is omgegaan in dit proefschrift. Ik neem daarbij de vrijheid om in deze algemene inleiding een aantal persoonlijke opinies samen te vatten die gebaseerd zijn op het wetenschappelijk onderzoek dat volgt. In het kader van het onderzoek werden een aantal van deze opinies ook overgemaakt aan de Europese Commissie.

De werkzaamheden van het onderzoek zijn voornamelijk verricht tussen juli 2006 en juli 2008, en het onderzoek werd formeel afgesloten op 1 december 2008.

Het zal de lezer duidelijk zijn dat Deel 1 van het proefschrift de stellingnames van de Europese beleidsmakers niet heeft aangenomen als waar, en dat – voor een juridisch proefschrift – diep wordt ingegaan op de economische theorie waarop deze stellingnames gebaseerd zijn. Diverse facetten van dat economisch “legitimerend” onderzoek worden in belangrijke mate in vraag gesteld (zie in het bijzonder Deel 1, Hoofdstuk 2, Afdelingen 4 en 5).

Er kan worden onderstreept dat Deel 1 in de logische opbouw van het onderzoek eerst werd geschreven, en dit voordat de financiële crisis zich in alle ernst en omvang voordeed. De conclusies van dat onderzoek zijn niet herschreven, en hoefden dat m.i. ook niet te worden.

Enigszins vooruitlopend op de resultaten van het onderzoek van Deel 1 werden in dat opzicht een aantal vaststellingen gedaan die erop wijzen dat de regelgeving op onvoldoende wijze gebruik heeft gemaakt van de stand van de economische wetenschap. Ik geef drie willekeurige voorbeelden :

- (i) zo blijkt de legitimatie van het FSAP – en dus de harmonisatie van het effectenrecht – hoofdzakelijk te zijn gebaseerd op één stroming binnen het economische onderzoek, waarbij het blijkt dat andere stromingen – die hebben gewezen op bepaalde risico’s of die tot andere conclusies kwamen – grotendeels werden genegeerd.
- (ii) bovendien zijn diverse cruciale econometrische en empirische studies van de afgelopen jaren³ die mee hebben gediend ter legitimatie van het FSAP in meer of mindere mate gebaseerd op de tabellen van een studie van 1998 van LA PORTA E.A.⁴, hoewel deze studie op fundamentele punten bekritiseerd moet worden⁵.
- (iii) nog een andere vaststelling is dat inzake de drie recente evaluatierapporten van respectievelijk ESME, CESR en CSES (zie verder hieronder), blijkt dat, op basis van de lijsten van de respectievelijk 20 experts (ESME), 38 respondenten (CESR) en 64 geïnterviewden (CSES), hoofdzakelijk internationale financiële instellingen en hun koepelorganisaties, gereglementeerde markten en Angelsakische advocatenkantoren geconsulteerd werden.

³ Tot zelfs in een studie van oktober 2006. Zie CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944, 1909-1910 en tevens 1917.

⁴ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-1155, 1136-1137. Zie M. GIANNETTI, L. GUIISO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS* nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.), 32-33 (zie tevens voetnoot 19 op 44).

⁵ H. SPAMANN, “On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.’s ‘Anti-Director Rights Index’ under Consistent Coding”, *ECGI Law Working Paper No. 67/2006*, maart 2006 (103 p.), als *Harvard Olin Fellows Discussion Paper No. 7/2006* beschikbaar op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894301; H. SPAMANN, “‘Law and Finance’ Revisited”, *Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper No. 12*, februari 2008 (52 p.). Zie tevens C. ROSE, “The Challenges of Quantifying Investor Protection in a Comparative Context”, *EBOR*, 2007, 8:3, 369, 392

Sommige ondernemingen hebben overigens meegewerkt aan twee van de drie rapporten en enkele ondernemingen hebben zelfs bijgedragen aan alle drie evaluatierapporten⁶.

Men komt op basis van deze en soortgelijke vaststellingen snel bij het – niet bewezen en niet bewijsbaar⁷ – gevoel dat de Europese financiële regelgeving in bepaalde mate wordt vorm gegeven door een handvol experts die in een ideologische consensus handelen. Dat gevoel wordt versterkt door de vaststelling dat er op Europees niveau een gebrek is aan *onafhankelijke* academische input in dit domein.

Een voorbeeld daarvan is de ESME. Dit behoort een deskundigengroep te zijn “samengesteld uit personen met juridische of directe zakelijke ervaring met de aangelegenheden die onder haar mandaat vallen”, met een eventuele deelneming van “deskundigen of waarnemers van andere deskundigengroepen of van consumentenorganisaties/beleggersverenigingen”⁸. Wat echter opvalt aan de identiteit van deze deskundigen die geselecteerd worden door de Europese Commissie – het gaat onder meer om experts van CLIFFORD CHANCE, TRAVERS SMITH, DRESDER KLEINWORT, UBS INVESTMENT BANK, DEUTSCHE BÖRSE, BAKER & MCKENZIE, BNP PARIBAS – is het gebrek aan academici⁹. De deskundigen van de ESME zijn in hoofdzaak een groep van internationale financiële instellingen en hun juridische raadgevers.

Dergelijke selectieve vertegenwoordiging is niet zonder risico. In een belangrijke, recente working paper omtrent de invloed van belangengroepen op beleggersbescherming argumenteren BEBCHUK EN NEEMAN dat : “Our analysis has identified several factors that may lead the equilibrium level of investor protection to be sub-optimal. These factors include [...] inability of institutional investors to capture the full value of efficient investor protection for outside investors”¹⁰.

Men moet de vraag opwerpen of de beleidsmakers in het domein van het effectenrecht niet onderhevig is geweest aan een tunnelvisie en of dergelijke tunnelvisie niet mee kan hebben bijgedragen tot inefficiënties in de regulering die mee hebben bijgedragen tot de financiële crisis¹¹. In een recente opinie omtrent de oorzaken van de financiële crisis heeft de Yale economist SHILLER op dit gevaar gewezen : “[W]hy didn’t a consensus of economists at universities and other institutions warn that a crisis was on the way? The field of social psychology provides a possible answer. In his classic 1972

⁶ Bovendien is CESR zelf ook geen neutrale partij aangezien uit ons onderzoek blijkt dat de meeste toezichhoudende overheden in aanzienlijke mate mee de Prospectusrichtlijn hebben omgezet in de wetgeving van hun lidstaat.

⁷ Immers, bij enerzijds de totstandkoming en anderzijds de implementatie van de Europese richtlijnen en verordeningen komt een bijna ontelbaar aantal experts tussen. De vraag is evenwel welke van deze actoren het beleid een richting geeft. Deze vraag is van sociologische en politicologische aard en wordt derhalve niet beantwoord in dit onderzoek (en men kan zich afvragen of dergelijke vraag wel beantwoord kan worden).

⁸ Considerans nr. 5 Besluit 2006/288/EG van de Commissie van 30 maart 2006 tot oprichting van een Europese deskundigengroep voor effectenmarkten die tot taak heeft juridisch en economisch advies te verstrekken over de toepassing van de EU-effectenrichtlijnen, *Pb. L.*, 19 april 2006, afl. 106, 14-17.

⁹ Vgl. de samenstelling van de ESME met art. 3.2 Besluit 2006/288/EG : “De leden van de groep worden door de Commissie benoemd op basis van de sollicitaties die worden ontvangen in reactie op een oproep tot het indienen van blijken van belangstelling door uit het bedrijfsleven, de academische wereld of het maatschappelijke middenveld afkomstige, vooraanstaande deskundigen met praktijkervaring — met inbegrip van vertegenwoordigers van consumenten of beleggers — die betrokken zijn bij de sector van de beleggingsdiensten en het effectenbedrijf”.

¹⁰ L. BEBCHUK en Z. NEEMAN, “Investor Protection and Interest Group Politics”, Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 603, november 2007 (45 p.), 35. Of ruimer gesteld, F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Londen/Cambridge, Harvard University Press, 1991 (370 p.), 277-278 : “The recognition that much of the legislation is the outcome of the interplay of pressure groups – and that only by accident will interest group laws serve the broader public interest – suggests another hypothesis. The securities laws may be designed to protect special interests at the expense of investors”.

¹¹ En als dat zo is, bestaat de vraag of dit ook niet het geval is geweest voor andere domeinen die eveneens hebben bijgedragen tot de actuele financiële crisis (zoals de wijze waarop de prudentiële controle is uitgeoefend, of de Basel II kapitaalvereisten voor kredietinstellingen).

book, ‘Groupthink,’ Irving L. Janis, the Yale psychologist, explained how panels of experts could make colossal mistakes. People on these panels, he said, are forever worrying about their personal relevance and effectiveness, and feel that if they deviate too far from the consensus, they will not be given a serious role. They self-censor personal doubts about the emerging group consensus if they cannot express these doubts in a formal way that conforms with apparent assumptions held by the group”¹².

Teruggaand naar de Prospectusrichtlijn, is er bij ons weten door de Europese Commissie of door CESR nooit fundamenteel economisch onderzoek gevoerd (en gepubliceerd) naar bijvoorbeeld de reikwijdte van het vrijstellingsregime en de mate waarin de vrijstellingen mogen en moeten kunnen gebruikt worden om tussen institutionelen financiële instrumenten – al dan niet via een “*originate and distribute*” model¹³ – te effectiseren, te bundelen, te herverpakken en te distribueren naar andere institutionelen¹⁴. Dergelijke vrijstellingen kunnen evenwel, zoals BÉNÉDICTE FRANÇOIS dat in haar doctoraal proefschrift aangaf, aanleiding geven tot een “libéralisme dangereux pour l’actionnaire individuel”¹⁵. De vraag naar de verantwoordelijkheid daarvoor betreft het verleden¹⁶, maar meer dan

¹² R. SHILLER, “Challenging the Crowd in Whispers, Not Shouts”, http://mba.yale.edu/news_events/CMS/Articles/6674.shtml (tevens gepubliceerd in *New York Times*, 2 november 2008). De auteur herhaalt hiermee overigens eerdere artikels zoals R. SHILLER, “Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion”, *Cowles Foundation Discussion Paper No. 1303*, mei 2001 (17 p.), op 11-12.

¹³ S. CRIADO en A. VAN RIXTEL, “Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007-2008: An Introductory Overview”, *Banco De Espana – Documentos Ocasionales No. 0808*, 2008 (43 p.), 12 : “Securitization is closely linked to the so-called “originate-to-distribute” model. Under this model, the bank that originates the assets (basically loans) puts them off its balance sheet through securitization and thus “distributes” them to the [special purpose vehicle] and the ultimate investors who buy the [asset backed securities] issued by the [special purpose vehicle]. This model and securitization have major advantages for the banks involved, as they can free up capital and liquidity by not holding the loans on their balance sheets. As the same time, since the bank knows that it is going to put loans off its balance sheet, it may not apply the same strict credit risk assessment as it would conduct otherwise (incentive or moral hazard problems)”.

¹⁴ Het is op heden niet evident in welke mate het “originate and distribute” model of effectisering heeft bijgedragen tot de impact van de financiële crisis in 2008. Vgl. bijvoorbeeld de recente working papers van A. KASHYAP, R. RAJAN, J. STEIN, “Rethinking Capital Regulation”, *Paper prepared for Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System”*, september 2008 (47 p.), 1 (“The proximate cause of the credit crisis (as distinct from the housing crisis) was the interplay between two choices made by banks. First, substantial amounts of mortgage-backed securities with exposure to subprime risk were kept on bank balance sheets even though the “originate and distribute” model of securitization that many banks ostensibly followed was supposed to transfer risk to those institutions better able to bear it, such as unleveraged pension funds. Second, across the board, banks financed these and other risky assets with short-term market borrowing. This combination proved problematic for the system”) en L. FERNANDEZ, F. KABOUB en Z. TODOROVA, “On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis”, *Working Paper No. 548*, november 2008 (30 p.), 6-7 (“The ability of banks to earn fees for loan origination, while at the same time escaping the risk of default by selling the loan through securitization, is a major element of the current problem, as banks were not concerned with repayment of the loans, but with expansion of their markets and generating more fee revenues by originating new loans”) met S. SCHWARCZ, “The Future of Securitization”, *Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 223*, november 2008 (14 p.), 5-7. Zie tevens J. KRAVITT, “Foreword: Some Thoughts on What Has Happened to the Capital Markets and Securitization and Where Securitization is Going” 2008, www.pli.edu/public/17984/foreword.pdf (31 p.), op 23. Cf. tevens R. VANDER VENNET en O. DE JONGHE, “Bankrisico’s en toezicht”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 1070, 1083 : “Een andere optie is dat de regelgever de banken verplicht om een deel van het risico van de geëffectiseerde vorderingen op hun balans te houden om op die wijze een incentive te creëren tot het blijven monitoren van de ontleners”.

¹⁵ B. FRANCOIS, *L’appel public à l’épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l’Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 249.

¹⁶ Bovendien kan verwacht worden dat inzake de financiële crisis van 2008 grondig zal worden geanalyseerd wat de verantwoordelijkheden waren van de diverse toezichthouders, en waarom zij niet sneller hebben ingegrepen, zeker aangezien het reeds jaren werd gezegd dat er een “bubble” zou ontstaan. Zie vb. DEUTSCHE BANK RESEARCH, “Bubble trouble in the housing market?”, 21 februari 2003 (www.dbresearch.de/prod/dbr_internet_de-prod/prod000000000052292.pdf) (12 p.), op 1 : “Housing prices in many industrial countries have jumped in recent years. This has triggered concern that the bursting of the asset bubble in the equity market might be followed by a further bubble in the housing market. Such speculative overheating would have far-reaching repercussions for households and banks alike. If the real estate market were to implode, the result would be a wave of credit defaults and private consumption would suffer even more than when the stock market crashed”; Y. DEMYANYK en O. VAN HEMERT, “Understanding the Subprime Mortgage Crisis”, Working Paper,

ooit is naar de toekomst toe dergelijk economisch onderzoek aangewezen om de optimale reikwijdte – en de regulering – van het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn te bepalen¹⁷.

Hoewel we dienaangaande in ons juridisch onderzoek een aantal *de lege ferenda* suggesties doen (zie vooral Deel 2, Hoofdstuk 3), moet de herevaluatie van het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn gebeuren op basis van een onafhankelijk, economisch en academisch onderzoek – en dit in de zin zoals GEENS dat recent noemde : “afstandelijk en historisch onderzoek van objectieve economen”¹⁸ – waarbij ook voldoende ruimte moet worden gelaten voor divergente en dissonante economische theorie.

Voorliggend proefschrift zal verre van perfect zijn, maar het moge duidelijk zijn dat het een onafhankelijk, academisch onderzoek betreft waarin ik heb getracht me zo weinig mogelijk zorgen te maken omtrent “personal relevance and effectiveness”¹⁹. Dat is niet steeds evident. Zeker in tijden van crisis wordt kritiek snel vijandig beschouwd. Dergelijk onderzoek maakt doorgaans weinig vrienden.

Niettemin is gepoogd kritisch – maar constructief – te zijn tegenover alle *stakeholders* in het debat omtrent de prospectusreglementering : de Europese beleidsmakers, de lidstaten, CESR, de toezichthoudende overheden, de financiële instellingen, diverse economen, diverse advocatenkantoren, en de beleggers zelf.

SITUERING VAN HET ONDERZOEK

In voorliggend proefschrift wordt de geharmoniseerde prospectusplicht²⁰ van de Europese Prospectusrichtlijn van november 2003²¹ onderzocht.

Het voorwerp van het onderzoek is bijgevolg in hoofdzaak beperkt tot de volgende twee bepalingen van

februari 2008 (32 p.), 29: “Were problems in the subprime mortgage market apparent before the actual crisis showed signs in 2007? Our answer is yes, at least by the end of 2005”; R. SHILLER, “Challenging the Crowd in Whispers, Not Shouts”, hierboven geciteerd. Zie tevens F. VAN DEN SPIEGEL, “Waarheen met het banktoezicht?”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 961, 975 : “Uiteraard mag toezicht de innovaties van de markt niet tegengaan, maar het lijkt evenmin aanvaardbaar dat excessen, zoals die van de crisissen van de jongste decennia, duidelijk en tijdig geïdentificeerd worden, maar niet gestopt worden omdat noch de politici, noch centrale banken, noch toezichthouders, noch supranationale instellingen actie ondernemen of voldoende duidelijke posities innemen”.

¹⁷ Cf. J. BETHEL, A. FERRELL en G. HU, “Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis”, Harvard Law School Discussion Paper, november 2008 (94 p.), op 55 : “As such, it may have been impossible for any single entity to know who was exposed to subprime losses. Indeed, it was precisely the most exposed interests, the lower tranches, that saw the most repackaging and whose risk was least transparent. Not surprisingly, a common observation is that Rule 144A CDO global notes, the typical form that CDO tranches are issued, are difficult to track. Indeed, some CDO purchasers used confidentiality agreements to prohibit CDO collateral managers from knowing their identities”.

¹⁸ K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het ‘beginsel van de juiste prijs’”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 451, op 455. De auteur vervolgt dat : “immers, terwijl een tendens zich voordoet [...] is er altijd wel een econome die schrijft dat deze tendens uitermate efficiënt is”.

¹⁹ Zie het hierboven weergegeven citaat van SHILLER.

²⁰ De notie “prospectus” is zelf niet gedefinieerd in de Prospectusrichtlijn (zie daaromtrent A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 244). Als werkdefinitie voor de doeleinden van dit onderzoek – dat enkel de geharmoniseerde prospectusplicht betreft – stellen we voor een prospectus te definiëren als het “document met informatie, opgesteld conform de Prospectusverordening, dat in de door de Prospectusrichtlijn opgesomde gevallen moet worden gepubliceerd en worden goedgekeurd door een bevoegde toezichthoudende overheid”.

²¹ 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.*, 31 december 2003, afl. 345, 64. Zie tevens K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.), 1580 e.v.

deze Prospectusrichtlijn, die de “geharmoniseerde prospectusplicht” belichamen, namelijk : “[d]e lidstaten staan aanbieder van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe” (art. 3.1 Prospectusrichtlijn), en “[d]e lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereguleerde markt afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus” (art. 3.3 Prospectusrichtlijn).

De Prospectusrichtlijn – met inbegrip van de geharmoniseerde prospectusplicht – diende door de lidstaten van de Europese Economische Ruimte in hun nationaal recht te zijn omgezet op ten laatste 1 juli 2005.

Het tijdstip van dit onderzoek is o.i. evenwel ideaal. Zo bestaat de Prospectusrichtlijn nu exact vijf jaar, en werden in 2007 en in 2008 specifiek met betrekking tot de Prospectusrichtlijn drie evaluatierapporten gepubliceerd, respectievelijk door de ESME²², CESR²³ en CSES²⁴.

Deze rapporten werden parallel gepubliceerd met dit onderzoek en de resultaten daarvan zijn naar beste vermogen geïntegreerd in – en niet zelden, gecontrasteerd met – voorliggend onderzoek.

AFBAKENING VAN HET ONDERZOEK

Het onderzoek is strikt beperkt tot de geharmoniseerde prospectusplicht en gaat niet in op de niet-geharmoniseerde bepalingen²⁵. Wij geven daartoe drie verantwoordingen.

De verantwoording voor deze aanzienlijke beperking is in de eerste plaats *pragmatisch*. Hoewel het ongetwijfeld interessant zou zijn om ook de niet-geharmoniseerde prospectusplicht te onderzoeken (desgevallend volgens de hierin uitgewerkte methode), moet verwacht worden dat zulk onderzoek minstens²⁶ even extensief zal zijn als voorliggend proefschrift, en derhalve buiten het bestek van het onderzoek valt²⁷. De beperking van het voorwerp opent anderzijds de deur om een zeer toegespitste literatuurstudie in de diverse onderzochte jurisdicties te ondernemen. In plaats van te pogen het onderzoeksdomein uit te breiden, meen ik dat de beperking verantwoord is, aangezien enkel op deze wijze de analyse voldoende grondig en diepgaand zou zijn.

Een tweede verantwoording voor deze beperking is van *conceptuele aard*. De bepaling van het geharmoniseerde gebied is het resultaat van een beweging die reeds sinds 1967 aan de gang is. Deze historische beweging is zelf gestoeld op een bepaalde economische en ideologische visie en een unieke politieke consensus²⁸. De beperking tot het geharmoniseerde gebied laat toe om de aandacht specifiek op deze harmonisatiebeweging toe te spitsen, en het heden te kaderen in een dialectisch proces dat in

²² ESME, “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.).

²³ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.)

²⁴ CSES, “Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report”, juni 2008 (78 p.)

²⁵ Zie tevens de methodologische noten in de inleiding bij Deel 2. Voor de verrichtingen die buiten het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn vallen, staat het de lidstaten immers vrij om in een bijkomende – “niet-geharmoniseerde” – prospectusplicht te voorzien.

²⁶ Zo zouden in dergelijk geval de niet-geharmoniseerde bepalingen met betrekking tot (i) aanbiedingen van instrumenten (andere dan effecten in de zin van de Prospectusrichtlijn; cf. art. 2.1.a Prospectusrichtlijn) of (ii) toelatingen tot de verhandeling op een niet-gereguleerde markt (cf. art. 2.1.j Prospectusrichtlijn) moeten worden onderzocht, alsook de niet-geharmoniseerde bepalingen (iii) inzake rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging die niet van het closed-end-type zijn (cf. art. 1.2.a Prospectusrichtlijn), (iv) overheidseffecten (cf. art. 1.2.a Prospectusrichtlijn) en in het algemeen alle verrichtingen waar de Prospectusrichtlijn niet op van toepassing is (cf. art. 1.2 Prospectusrichtlijn).

²⁷ Dergelijk onderzoek zou vooral van beleidsoogpunt interessant zijn, aangezien men zou kunnen vaststellen in welke mate de lidstaten gebruik hebben gemaakt van hun vrijheid om een niet-geharmoniseerde prospectusplicht op te leggen.

²⁸ Zie in detail, *Deel 1, Hoofdstuk 2*.

Europa sinds 1967 bezig is, en waarvan het hoogmoedig zou zijn te menen dat het anno 2008 reeds tot een einde is gebracht.

Een derde, laatste verantwoording is van *juridisch-technische aard*. Op basis van onze literatuurstudie is gebleken dat een gedetailleerd rechtsvergelijkend onderzoek van de geharmoniseerde prospectusplicht (en de vrijstellingen daarvan) op heden is uitgebleven. De reglementering is in toenemende mate gebaseerd op de opvattingen van (een bepaalde categorie) financiële instellingen en hun adviseurs en de toezichthoudende overheden. De reglementering wordt met andere woorden (mee) gestuurd door de gebruikers ervan. Een treffende illustratie daarvan zijn de diverse evaluaties die in 2007 plaatsvonden met betrekking tot de Europese regelgeving, waarvan – met enige zin voor *understatement* – men kan stellen dat ze weinig gedreven werden door academische of wetenschappelijke inzichten²⁹. Een rechtsvergelijkend, academisch onderzoek van de wijze waarop de geharmoniseerde prospectusplicht is omgezet door de lidstaten kan deze “gebruikersstudies” op sommige punten complementeren, op andere punten nuanceren, en op nog andere beargumenteerd tegenspreken.

Hoewel de conclusies van het onderzoek directe relevantie hebben voor andere, niet onderzochte vragen – zoals de harmonisatie van een prospectusaansprakelijkheidsregeling, de noodzaak tot het ontwikkelen van een unieke Europese toezichthouder met beslissingsbevoegdheid, of het uitbouwen van alternatieven van beleggersbeschermingen – dienen deze vragen voorwerp te zijn van een afzonderlijk onderzoek. Ze zijn alleszins te complex om mee te worden behandeld in dit onderzoek dat, binnen het onderzochte domein, omvattend beoogt te zijn.

Niettemin doen we op sommige van deze punten een aantal suggesties voor verder wetenschappelijk onderzoek.

DOELSTELLING VAN HET ONDERZOEK

In eerste instantie beoogt het onderzoek de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht te identificeren, en op deze basis een test te formuleren om te toetsen of deze doelstellingen wel of niet bereikt worden. In tweede instantie wordt beoogd om, op basis van deze test, de geharmoniseerde prospectusplicht via een gedetailleerde rechtsvergelijkend onderzoek te toetsen op het vervullen van deze doelstellingen, om ten slotte (indien vereist) een beleidssuggestie te doen zodat de prospectusplicht beter haar doelstellingen kan bereiken.

STRUCTUUR VAN HET ONDERZOEK

Het proefschrift valt uiteen in twee, logisch op mekaar volgende, delen. Deze komen overeen met de tweeledige doelstelling van het onderzoek.

Het eerste deel omvat een kritische analyse van de *doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht*. Deze analyse is wezenlijk interdisciplinair en betracht de prospectusplicht zoals deze volgt uit de Prospectusrichtlijn juridisch, economisch, historisch en politiek te benaderen. Dit eerste deel valt zelf uiteen in twee hoofdstukken : het eerste hoofdstuk betreft de doelstellingen van de prospectusplicht zelf; het tweede hoofdstuk onderzoekt de doelstellingen van de harmonisatie van dit domein.

Op basis van dit onderzoek zal een test worden geformuleerd – de “harmonisatietest” – om te toetsen of de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht wel of niet bereikt worden.

²⁹ De rapporten die uit deze evaluaties voortkwamen, worden gedetailleerd besproken (en ten dele bekritiseerd) in het proefschrift (zie o.m. *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4*).

Het tweede deel omvat een kritische analyse van de *methode van de geharmoniseerde prospectusplicht*. Met name zal, op basis van de harmonisatietest van Deel 1, worden onderzocht of de concrete omzetting van de Prospectusrichtlijn in vijf sleuteljurisdicties in de E.E.R. (namelijk België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland) van die aard is dat de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht worden bereikt. Dit tweede deel valt uiteen in drie hoofdstukken: het eerste hoofdstuk betreft een kritisch onderzoek naar de precieze harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn; het tweede hoofdstuk onderzoekt de geharmoniseerde prospectusplicht zoals die is omgezet in de vijf onderzochte jurisdicties en het derde hoofdstuk onderzoekt ten slotte de prospectusvrijstellingen zoals omgezet in de onderzochte jurisdicties.

Op deze wijze worden niet enkel omzettingsdivergenties geïdentificeerd in de onderzochte jurisdicties, maar wordt ook het relevante belang van dergelijke divergenties aangegeven³⁰.

METHODOLOGISCHE OPBOUW VAN HET ONDERZOEK

De inleiding bij respectievelijk Deel 1 en Deel 2 bevat een uitgebreide verantwoording van de gevolgde methode.

OPMERKING BETREFFENDE DE TERMINOLOGIE

Gezien de techniciteit van het voorwerp is, voorafgaand aan Deel 1, een beknopt lexicon toevoegd met een verklaring voor een aantal technische begrippen die meermaals worden gebruikt in de tekst. Ook werd voorzien in een uitgebreid register.

VERTALING

Op heden is reeds een aanvang genomen met de vertaling van (delen van) deze tekst in het Engels. Ook werd een samenvatting van de conclusies in het Engels opgesteld en besproken met diverse academici en rechtspractici binnen en buiten België alsook met de Europese Commissie.

DANKWOORD

Het proefschrift kon er enkel zijn dankzij een aantal mensen, privé en professioneel, die me elk zeer dierbaar zijn, die in me hebben geloofd en me op de belangrijke momenten hebben gesteund. Ik richt hen een woord van dank in de commerciële uitgave van het proefschrift, maar het onderzoek is aan elk van hen schatplichtig.

Leuven/Brussel
15 december 2008

³⁰ Vgl. ICMA, *Response to CESR's Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, 29 januari 2007 (13 p.), 2 : "There are considerable differences in the way the Prospectus Directive and Regulation have been implemented and interpreted across the EEA and some of these differences inhibit the development of a true single market for securities".

DEEL 1

KRITISCHE ANALYSE VAN DE DOELSTELLINGEN VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT

Identificatie van een harmonisatietest op basis van een juridische, economische, historische en politieke analyse van de Prospectusrichtlijn

INLEIDING BIJ DEEL 1 – METHODOLOGISCHE NOTEN

1. ALGEMEEN OPZET VAN DEEL 1

1. OPZET VAN DEEL 1. Dit eerste deel beoogt een “kritische analyse van de doelstellingen van de harmonisatie van de prospectusplicht” te zijn. Een alternatieve – meer geëngageerde – titel had kunnen zijn : “doorbreken van de vanzelfsprekendheden van de harmonisatie van de prospectusplicht”. In dit deel wordt namelijk betracht om de *vanzelfsprekendheid van de harmonisatie van de prospectusplicht* kritisch in vraag te stellen. Dit eerste deel valt zelf uiteen in twee hoofdstukken : het eerste hoofdstuk betreft de doelstellingen van de prospectusplicht zelf; het tweede hoofdstuk onderzoekt de doelstellingen van de harmonisatie van dit domein. Op basis van dit onderzoek zal een test worden geformuleerd – de “harmonisatietest” – om te toetsen of de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht wel of niet bereikt worden.

2. VERANTWOORDING VAN DE JURIDISCHE EN ECONOMISCHE ANALYSE

2. VERANTWOORDING EN ACHTERGROND. Zoals in de algemene inleiding aangegeven, omvat het eerste deel een kritische analyse van de *doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht*. Deze analyse is wezenlijk interdisciplinair en betracht de prospectusplicht zoals deze volgt uit de Prospectusrichtlijn juridisch, economisch, historisch en politiek te benaderen.

3. METHODOLOGISCHE NOOT : DE JURIDISCHE ANALYSE. Het voorwerp van de studie is beperkt tot de geharmoniseerde prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn. Met name worden de volgende Europeesrechtelijke instrumenten – alsook hun omzettingen in vijf geselecteerde jurisdicties (zie de randnummers hieronder) – onderzocht : (i) de Prospectusrichtlijn³¹; (ii) de Prospectusverordening³²; (iii) de uitvoeringsverordeningen, en met name Verordening (EG) nr. 1787/2006 van de Commissie van 4 december 2006 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004³³ en Verordening (EG) nr. 211/2007

³¹ Zie voetnoot 21.

³² Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *Pb. L.*, 30 april 2004, afl. 149, 1 met rectificaties in *Pb. L.*, 16 juni 2004, afl. 215, 3 en *Pb. L.*, 18 juli 2005, afl. 186, 3.

³³ Verordening (EG) nr. 1787/2006 van de Commissie van 4 december 2006 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van reclame betreft, *Pb. L.*, 5 december 2006, afl. 337, 17.

van de Commissie van 27 februari 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004³⁴; en (iv) de zogenaamde Lamfalussy “niveau 3” documenten van het COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (“CESR”)³⁵, en met name het “Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation” van juni 2007³⁶, de “Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members”³⁷ en de “Recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004”^{38,39}. Het onderzoek is beperkt in die zin dat onze juridische analyse *niet* op systematische wijze ingaat op andere instrumenten die in het verlengde daarvan liggen, of anderszins in deze context relevant kunnen zijn. Deze andere instrumenten, die tevens aspecten van het informatieparadigma bevatten, zijn slechts op sommige punten en op niet-systematische wijze aangehaald, zoals onder meer⁴⁰ : (i) de beleggingsdienstenreglementering, zoals de MiFID (de “Markets in Financial Instruments Directive”)⁴¹, en de uitvoeringsinstrumenten, met name de Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006⁴² en de Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006⁴³; (ii) de transparantiereglementering, zoals de Transparanti Richtlijn (Richtlijn 2004/109/EG)⁴⁴ en de Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van 8 maart 2007⁴⁵; (iii) de reglementering van openbare overnamebiedingen, en met name de Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod⁴⁶; (iv) de reglementering van instellingen voor collectieve belegging in effecten, zoals de Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002⁴⁷; (v) de reglementering inzake de jaarrekeningen, zoals met name de Verordening (EG) nr.1725/2003 van de Commissie van 29 september 2003 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig Verordening (EG)

³⁴ Verordening (EG) nr. 211/2007 van de Commissie van 27 februari 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken financiële informatie betreft wanneer de uitgevende instelling een complexe financiële geschiedenis heeft of een aanzienlijke financiële verplichting is aangegaan, *Pb. L.*, 28 februari 2007, afl. 61, 24.

³⁵ Zie de bespreking daarvan in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 3*.

³⁶ CESR, *Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, 13 juni 2007, referentie 07-225.

³⁷ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version February 2007*, 16 februari 2007, referentie 07-110; een eerdere versie dateerde van 18 juli 2006 : CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, 18 juli 2006, referentie 06-296d.

³⁸ CESR, *Recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, 10 februari 2005, referentie 05-054b.

³⁹ We vermelden hier niet de overige relevante documenten – al dan niet op het niveau van CESR of van de Europese Commissie – inclusief de “niveau 2” documenten van CESR.

⁴⁰ Deze opsomming geeft Europeesrechtelijke instrumenten weer die gedeeltelijk of volledig gebaseerd zijn op een prospectusreglementering. Het betreft geen exhaustieve of systematische opsomming.

⁴¹ *Pb. L.*, 30 april 2004, afl. 145, 1.

⁴² Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *Pb. L.*, 2 september 2006, afl. 241, 1.

⁴³ Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb. L.*, 2 september 2006, afl. 241, 26.

⁴⁴ *Pb. L.*, 31 december 2004, afl. 390, 38.

⁴⁵ Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, *Pb. L.*, 9 maart 2007, afl. 69, 27.

⁴⁶ *Pb. L.*, 30 april 2004, afl. 142, 12.

⁴⁷ Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen, *Pb. L.*, 13 februari 2002, afl. 41, 20.

nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad⁴⁸ en de Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2006⁴⁹.

4. METHODOLOGISCHE NOOT : DE GEOGRAFISCHE BEPERKING. We hebben ervoor gekozen om vijf jurisdicties te onderzoeken : België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. De keuze voor deze jurisdicties is doelbewust. Zo blijkt uit de gegevens beschikbaar bij de WORLD FEDERATION OF EXCHANGES dat, op basis van een vergelijking van de binnenlandse marktkapitalisatie⁵⁰, de LONDON STOCK EXCHANGE, EURONEXT en DEUTSCHE BÖRSE de grootste gereguleerde markten zijn van de Europese Economische Ruimte (“E.E.R.”)⁵¹, en in 2005 gerangschikt waren respectievelijk als vierde, vijfde en zevende ter wereld⁵². Het relatieve belang van deze drie financiële netwerken (London Stock Exchange, met als financieel centrum Londen; Euronext met als financiële centra Parijs, Amsterdam, Brussel, Portugal – en sinds kort ook gelinkt aan New York⁵³; en Deutsche Börse met als financieel centrum Frankfurt) blijkt ook uit marktgegevens van 2006

⁴⁸ *Pb. L.*, 13 oktober 2003, afl. 261, 1.

⁴⁹ Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad, *Pb. L.*, 9 juni 2006, afl. 157, 87.

⁵⁰ De definitie gegeven door de WORLD FEDERATION OF EXCHANGES is de volgende : “The market capitalization of a stock exchange is the total number of issued shares of domestic companies, including their several classes, multiplied by their respective prices at a given time. This figure reflects the comprehensive value of the market at that time. The market capitalization figures include : only shares of domestic companies ; common and preferred shares. The market capitalization figures exclude : investment funds ; rights, warrants, ETFs, convertible instruments ; options, futures ; listed foreign shares ; companies whose only business goal is to hold shares of other listed companies” (www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=27).

⁵¹ De E.E.R. bestaat uit de 27 lidstaten van de Europese Unie, en de volgende 3 bijkomende staten : het Vorstendom Liechtenstein, het Koninkrijk Noorwegen, en de Republiek IJsland (Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte, *Pb. L.*, 3 januari 1994, afl. 1, 3). Ofschoon een partij bij deze Overeenkomst, besloot de Zwitserse Bondsstaat na een referendum niet toe te treden tot de E.E.R..

⁵² WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, “Domestic Market Capitalization”, 2005 (www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?menu=378&document=3552).

⁵³ Op 1 juni 2006 kondigden de NYSE Group en Euronext NV de ondertekening aan van een toenaderingsakkoord (*Combination Agreement*) rond de oprichting van een nieuwe groep, NYSE Euronext Inc. (COMMISSIE VOOR HET BANK-, FINANCIE- EN ASSURANTIEWEZEN, *NYSE en Euronext, Overige Berichten*, 28 september 2006, www.cbfa.be/nl/press/html/2006-09-28_nyse_euronext.asp). Zie met betrekking tot deze operatie R. KARMEL, “The Once and Future New York Stock Exchange: the Regulation of Global Exchanges”, *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2007, 355-393. Op 22 november 2006 vergaderden de toezichthouders van Euronext NV omtrent dit voorstel, waarna, op 5 december 2006, de beslissing werd publiek gemaakt dat op basis van een reeks engagementen en verbintenissen de toezichthoudende overheden geen bezwaar uitten tegen de fusie (zie : AUTORITEIT VOOR DE FINANCIËLE MARKTEN (namens het COLLEGE OF EURONEXT REGULATOR’S CHAIRMEN’S COMMITTEE, *Combination NYSE – Euronext*, brief dd. 5 december 2006 (3 p., www.cbfa.be/nl/press/pdf/2006-12-05_letter.pdf). Met betrekking tot één van de voornaamste vragen – nl. de extra-territoriale werking van de Amerikaanse regulering, werd in de brief van 5 december 2006 namens de Europese toezichthoudende overheden gesteld dat : “We have received legal analysis from you and assurances from the SEC, which give us comfort with regards to current legislation and regulation. As for potential future extra territorial application of US legislation and regulations as a result of the combination, the College has taken account of the SEC public and private statements and the Foundation provisions. The College considers that the Foundation as set up in the draft documents could act as remedy against future spill over, *in case its functioning would be triggered*. The statements we received from the SEC provide for additional comfort in relation to the regulatory dimension. The College recognizes of course that *there cannot be absolute certainty for an indefinite period of time that any potential future US legislation/regulation will under no circumstances have any impact on Euronext, its markets, market members and listed companies*. However, further measures to prevent possible future spill-over would fall outside the remit of the College’s assessment” (eigen cursivering). Op 25 januari 2007 werd vervolgens een *Memorandum of Understanding* ondertekend tussen deze Europese toezichthoudende overheden en de SEC. Zie COMMISSIE VOOR HET BANK-, FINANCIE- EN ASSURANTIEWEZEN, *College of Euronext Regulators sign Memorandum of Understanding with the SEC, Overige Berichten*, 25 januari 2007, www.cbfa.be/nl/press/pdf/2007-01-25_mou.pdf. Dit *Memorandum of Understanding* omvat verregaande verbintenissen van coöperatie waarbij de toezichthouders zich ertoe verbinden om niet alleen mekaar te informeren omtrent relevante juridische ontwikkelingen, maar ook bepaalde beslissingsprocessen op mekaar af te stemmen (art. 17), en zelfs om consistentie in de regels te vergemakkelijken (art. 18 : “Where NYSE Euronext and its Markets seek to harmonize their rules, the Authorities will work together to coordinate their regulatory approval

van het COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION⁵⁴. Dit COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION bestaat uit een selecte groep vooraanstaande banken (zoals Lehman Brothers), de NYSE en NASD, en vooraanstaande academici en beoogt voorstellen te formuleren met het oog op het verhogen van de concurrentiekracht van de kapitaalmarkten van de Verenigde Staten⁵⁵.

5. LONDEN ALS VOORNAAMSTE FINANCIËEL CENTRUM BINNEN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES. Vooral de evolutie van Londen als financieel centrum is van aanzienlijk belang. In de periode tussen 2002 en 2006 heeft een substantiële toename van het aandeel van Londen in de *globale* initial public offering (IPO) markt plaatsgevonden, van 5% tot bijna 25%⁵⁶. Daarnaast publiceerde de CITY OF LONDON in maart 2007 een nieuwe *Global Financial Centres Index*⁵⁷, met London op de eerste plaats (765 punten), voor New York (760 punten)⁵⁸, Hong Kong (684 punten), Singapore (660 punten) en Zurich (656). Frankfurt staat als tweede stad binnen de E.E.R. op de zesde plaats (647 punten), gevolgd door Parijs op de elfde plaats (625 punten), Dublin op de 22^{ste} plaats (579 punten) en Amsterdam op de 23^{ste} plaats (577 punten)⁵⁹. Hoewel het onderzoek ook had kunnen worden uitgebreid naar bijvoorbeeld, de Spaanse of Portugese, de Italiaanse, of de Poolse jurisdicties, menen we dat de vijf onderzochte jurisdicties de kern vormen van de financiële markten van de E.E.R., en dat het bijgevolg verdedigbaar is het onderzoek te beperken tot deze vijf sleuteljurisdicties.

processes and to facilitate the development and implementation of consistent rules, where appropriate”). Na de aandeelhoudersvergaderingen van de respectieve entiteiten, werd een holdingvennootschap naar Amerikaans (Delaware) recht opgericht (www.nyse.com/pdfs/nysegrouppdf/cert_of_incorporation.pdf), nl. NYSE Euronext Inc., waarvan de aandelen toegelaten zijn tot de verhandeling op NYSE en op Euronext Parijs. Op 4 april 2007 ten slotte namen de activiteiten van NYSE Euronext Inc. een aanvang. Deze groep werd daardoor “the world’s largest and most liquid exchange group and offers the most diverse array of financial products and services. NYSE Euronext, which brings together six cash equities exchanges in five countries and six derivatives exchanges, is a world leader for listings, trading in cash equities, equity and interest rate derivatives, bonds and the distribution of market data” (<http://ir.nyse.com/phoenix.zhtml?c=129145&p=irol-IRHome>). Zie tevens, met verwijzingen naar andere recente bijdragen, A. FERRELL, “A Global View: Examining Cross-Border Exchange Mergers”, *Written Testimony Before the Senate Subcommittee on Securities, Insurance and Investment*, 12 juli 2007 (17 p.), www.law.harvard.edu/news/2007/07/ferrell.pdf en R. AGGARWAL, A. FERRELL EN J. KATZ, “U.S. Securities regulation in a World of Global Exchanges”, *Discussion Paper No. 569*, december 2006,.

⁵⁴ Zie vb. Table 1.17 (op 45) van het in volgend voetnoot aangehaalde rapport.

⁵⁵ COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON), *Interim Report*, 30 november 2006 (152 p.). Het COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION werd op 12 september 2006 opgericht als een onafhankelijk comité samengesteld uit 22 “leidinggevende” personen uit de financiële, juridische en boekhoudkundige sectoren alsook vooraanstaande academici. Het comité stelt zich als doel om een aantal probleemgebieden die het concurrentievermogen van de kapitaalmarkten aantasten, te behandelen met het oog op het formuleren van beleidsaanbevelingen : “Our objective is to recommend policy changes that should be made, or areas of research that should be pursued, to preserve and enhance the balance between efficient and competitive capital markets and shareholder protection. This interim report focuses on equity capital markets. During the next two years, our Committee will continue to explore issues affecting other aspects of the competitiveness of U.S. capital markets” (op vii).

⁵⁶ Idem, 3. : “[a]fter more than a decade of declining market share, in the past three years, London has increased its share of the global IPO market from 5 percent to almost 25 percent. Furthermore, London has begun to attract a greater share of IPOs from U.S. domiciled companies. Starting in 2002, a handful of U.S. companies bypassed the U.S. equity markets to list in London. In the first nine months of 2006, 11 U.S. companies chose to list in London instead of the United States, raising approximately \$800 million”. Het rapport merkt ook op dat : “These U.S. companies made this choice despite the fact that they may still have (depending on their total number of shareholders) many of the same responsibilities as U.S.-listed companies have under the Securities Exchange Act of 1934, including the Sarbanes-Oxley Act”.

⁵⁷ M. MAINELLI en M. YEANDLE (Z/Yen Group Limited), *Global Financial Centres Index*, maart 2007 (68 p.), op 13.

⁵⁸ In deze studie (geldig voor het jaar 2006), en de studie uitgevoerd voor het jaar 2005, nam Londen de eerste plaats in; in de studie uitgevoerd voor het jaar 2004 stond Londen op de tweede plaats, na New York. Zie M. MAINELLI en M. YEANDLE (Z/Yen Group Limited), *Global Financial Centres Index*, maart 2007 (68 p.), op 50. Men dient uiteraard wel te noteren dat de opdrachtgever voor deze studie de City of London zelf is.

⁵⁹ Luxemburg : 26^{ste} plaats (570 punten), Madrid : 28^{ste} plaats (558); Stockholm : 29^{ste} plaats (558 punten); Milaan : 30^{ste} plaats (546 punten); Brussel : 31^{ste} plaats (540 punten); Helsinki : 32^{ste} plaats (537 punten); Oslo : 33^{ste} plaats (529 punten); Kopenhagen : 34^{ste} plaats (525 punten); Wenen : 35^{ste} plaats (518 punten); Rome 38^{ste} plaats (474 punten); Warschau : 40^{ste} plaats (460 punten); Praag : 41^{ste} plaats (453 punten); Lissabon : 42^{ste} plaats (453 punten); Boedapest : 44^{ste} plaats (425 punten) en Athene : 46^{ste} plaats (395 punten).

6. VERANTWOORDING VAN DE ECONOMISCHE ANALYSE. Een onderzoek naar de doelstellingen van de prospectusplicht (zie *Deel 1, Hoofdstuk 1*) en de doelstellingen van de harmonisatie daarvan (zie *Deel 1, Hoofdstuk 2*) gaat o.i. noodzakelijk gepaard met een grondige analyse van de economische theorie die daaraan ten grondslag ligt. In beginsel is daarbij vooral een beroep gedaan op primaire bronnen (de economische literatuur zelf) en minder op secundaire bronnen (juridische literatuur die verwijst naar de economische theorie). Om diezelfde reden is ook het gedeelte *law & economics* literatuur relatief beperkt, ten voordele van de klassieke en hedendaagse economische literatuur terzake.

3. VERANTWOORDING VAN DE HISTORISCHE ANALYSE

7. VERANTWOORDING EN ACHTERGROND. Deel 1 bevat een uitgebreide historische analyse. In de openingszin van het Actieplan Financiële Diensten van 1999 – beter bekend onder zijn akroniem “FSAP” wat de afkorting is voor *Financial Services Action Plan* – luidt het dat : “[d]e werkzaamheden die tot een interne markt voor financiële diensten moeten leiden, zijn reeds in 1973 aangevangen”⁶⁰. Buiten deze openingszin is er in het FSAP echter weinig plaats voor een historische contextualisering van de doelstellingen, methodes en regels. Men zou zelfs de indruk krijgen dat zulke contextualisering er weinig toe doet : enerzijds waren de evoluties in het Europees effectenrecht sinds 1999 zo nieuw en innoverend, dat teruggaan in de geschiedenis weinig belang leek te hebben; anderzijds is het effectenrecht zo technisch en gespecialiseerd geworden, dat ook een zoektocht naar de bredere historische en politieke achtergrond weinig zin lijkt te hebben.

8. HET PARADOXALE BELANG VAN EEN HISTORISCHE CONTEXTUALISERING. O.i. bestaat hier niettemin een belangrijke paradox. Precies in dit “innoverende” en “technische” domein van het recht is de historische context essentieel voor een correct begrip van de doelstellingen, methodes en regels. De verklaring daarvoor is dat effectenrecht in grote mate een *dialectisch* proces is. We geven daarvan drie – voor het proefschrift relevante – illustraties.

9. EFFECTENRECHT ALS DIALECTISCH PROCES – “CRASHES” (...). Naar aanleiding van de Enron en WorldCom schandalen in de recente Amerikaanse geschiedenis en de tegenreactie met de Sarbanes-Oxley Act (SOx)⁶¹ merkte GRUNDFEST op dat de geschiedenis van het (Amerikaans) effectenrecht kan beschreven worden als een “gepunctueerd evenwicht” (securities regulation as “punctuated equilibrium”)⁶². Hiermee wordt bedoeld dat er over een zekere periode een bepaalde stabiliteit bestaat; deze stabiliteit wordt niettemin met een bepaalde regelmaat doorbroken door een serie gebeurtenissen, die een herregulering tot gevolg hebben, waarna opnieuw een bepaalde stabiliteit wordt bereikt⁶³ : “[f]rom the aftermath of the stock market crash in 1929 that effectively acted as the “big bang” creating the universe of federal securities regulation, through disclosure of the Enron and WorldCom frauds, every dramatic change in the structure of our securities laws has been provoked by a perceived failure in the capital markets that stimulated a regulatory response”⁶⁴. BANNER gaat zelfs nog verder. Uit 300 jaar geschiedenis van effectenregulering, besluit hij, blijkt dat er één drijvende motor is achter elke belangrijke hervorming van effectenregulering : “In a nutshell, crashes. All of the 18th-century English regulation, and even all of the 18th-century proposed regulation, came immediately after sustained price

⁶⁰ FSAP, 3. Zoals we zullen zien, dateert de basisidee waarop het FSAP mee geïnspireerd is bovendien van lang voor 1973.

⁶¹ Sarbanes-Oxley Act of 2002, *Pb. L. No. 107-204*, 116 Stat. 745.

⁶² J. A. GRUNDFEST, “Punctuated Equilibria in the Evolution of United States Securities Regulation”, 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 1, 2002-2003, 8.

⁶³ Idem, 8. De auteur heeft het over een “capital market event that acted as “punctuation” stimulating a sudden evolutionary spurt between relatively tranquil periods of common law interpretation”.

⁶⁴ Idem, 8. Zie tevens J. COFFEE, “A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ”, in: J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 215; K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het ‘beginsel van de juiste prijs’”, in: X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 451, op 465.

declines”⁶⁵. Als dit proefschrift één voorspelling kan maken, dan is het dat ook de financiële crisis van 2008 op diverse punten zal leiden tot nieuwe en andere regulering⁶⁶.

10. (...) EN DE “TIJDSGEEST”. Bovendien mag effectenregulering niet in een vacuüm worden beschouwd. HOPT stelt dat doorheen de geschiedenis van beleggersbescherming – weze het via effectenregulering of via het vennootschapsrecht – sinds de middeleeuwen⁶⁷ twee factoren lijken te spelen: de economische noodzaken aan de ene kant en de financiële schandalen aan de andere kant. Volgens dezelfde auteur handelen wetgevers vooral op basis van deze tweede factor, en blijkt de reactie vaak een overreactie : “Instead of acting, they react and then very often overreact”⁶⁸. De reactie heeft immers een belangrijke symboolwaarde : zo werd de SOx die na de Enron en WorldCom schandalen (in recordtempo) tot stand kwam, uitdrukkelijk beschouwd als een middel om het beleggersvertrouwen opnieuw aan te zwengelen⁶⁹. Het gebroken vertrouwen moet met symbooldaden worden hersteld⁷⁰. Naast een symboolwaarde is deze overreactie ook symptomatisch voor wat in een samenleving op een bepaald ogenblik leeft (met andere woorden de “tijdsgeest”). Zo kan gesteld worden dat de tijdsgeest vóór 1930 – die er één was ten voordele van ongebreidelde economische ontwikkeling – door de crisis van de depressie in de jaren ’30 plaatsmaakte voor een geheel andere tijdsgeest waar de nadruk lag op verantwoordelijkheden⁷¹. ROE heeft verder aangetoond dat dit dialectisch proces niet alleen plaatsvindt op het niveau van regulering, maar ook op een dieper niveau : namelijk dat van de constitutie van collectief (subjectief) vertrouwen en het daaruit voortvloeiende collectieve niveau van aanvaardbaar risico. Zo is volgens deze auteur de verschillende ontwikkeling van de effectenmarkten in Angelsaksische landen tegenover landen in een Europees-continentale invloedssfeer na de Tweede

⁶⁵ S. BANNER, “What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence”, 75 *Wash. U. L. Q.* 849 (1997), 850. Enige nuancering is niettemin geboden : “This is just a general trend, not an absolute rule. There have been sharp price declines without subsequent regulation, and of course there has been regulation without immediately preceding price declines. But most of the major instances of new securities regulation in the past three hundred years of English and American history have come right after crashes.” (op 850). Zie tevens T. FRANKEL, “Regulation and Investors’ Trust in the Securities Market” 68 *Brook. L. Rev.* 439, 440-441; C. REINHART en K. ROGOFF, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper 13882-2008, april 2008 (124 p.), 64; A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 146-147 (omtrent de South Sea Bubble in de achttiende eeuw).

⁶⁶ Zo vb. K. KORNGOLD, “Legal and Policy Choices in the Aftermath of the Subprime and Mortgage Financing Crisis”, *New York Law School Legal Studies Research Paper Series 08/09 No. 11*, (26 p.), 4-5 e.v.

⁶⁷ Zie E. GEPKEN-JAGER, G. VAN SOLINGE en L. TIMMERMAN, L. (eds.), *VOC 1602–2002, 400 Years of Company Law*, 2003, Deventer, Kluwer.

⁶⁸ K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance After Enron”, in: J. ARMOUR, J.A. McCAHERY (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford, Hart, 2006, 445-496, 446. Zie tevens K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance After Enron – Updated January 2007”, Working Paper N° 05/2002, ECGI Working Paper Series in Law, en een eerdere versie van dezelfde tekst in *Journal of Corporate Law Studies*, 2003, 221-268. Zie, in dezelfde zin : L. RIBSTEIN, “Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”, 28 *J. Corp. L.*, 2002, 1, 52. Vgl. tevens S. CHOI en A. PRITCHARD, “Behavioral Economics and the SEC”, 56 *Stan. L. Rev.*, 2003, 1, 27, voetnoot 129 : “[...] the urge to ‘do something’ is highest immediately following a drop in the financial markets”).

⁶⁹ N. H. ARONSON, “Symposium: Enron: Lessons and Implications: Preventing Future Enrons: Implementing The Sarbanes-Oxley Act of 2002”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2002, 127, 128; Cf. tevens M. MORGENSTERN en P. NEALIS, “The Impact of Sarbanes-Oxley on Mid-Cap Issuers”, 37 *Review of Securities & Commodities Regulation*, 2004, 245, 245; S. RIPKEN, “The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation”, 58 *Baylor L. Rev.*, 2006, 139, 141 : “The purpose of the Act was to protect investors and revive public confidence in the integrity and transparency of the securities markets after the financial and emotional devastation caused by Enron and related corporate scandals”.

⁷⁰ Vgl. L. STOUT, “The Investor Confidence Game”, 68 *Brook. L. Rev.*, 2002, 407, 414-415; T. FRANKEL, “Regulation and Investors’ Trust in the Securities Markets”, 68 *Brook. L. Rev.*, 2002, 439, 443-444 : “When the market crashes and investors lose significant amounts of money, they [...] cannot avoid a suspicion that something wrong in the system caused the crash. Losing investors suspect that the system allowed someone to gain at their expense. They begin to question the integrity of the system, and their trust falters”.

⁷¹ M. CLAWSON, “The Mythology of Market in Twentieth Century Corporation Doctrine”, 33 *U.S.F. L. Rev.*, 1993, 173, 190; zie tevens W. CARY, “Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware”, 83 *Yale L.J.*, 1974, 663, 667.

Wereldoorlog niet zozeer te verklaren door een verschil in “legal origins” (de Angelsaksische rechtscultuur versus de continentaal-Europese en Scandinavische rechtscultuur) maar eerder door de impact vanwege externe factoren, zoals de twee wereldoorlogen en de daaropvolgende Koude Oorlog en de strijd met het communisme die op Europees grondgebied plaatsvond⁷².

11. EFFECTENRECHT ALS DIALECTISCH PROCES (II) – DE ANTITHESE (...). Een dialectisch proces bestaat evenwel niet zonder een omgekeerde slingerbeweging. Als schandalen en crashes leiden tot nieuwe regulering, leidt een aangehouden economische groei dan tot een omgekeerde slinger? In recente Amerikaanse rechtseconomische studies werd gesuggereerd dat wanneer de markten goed gaan, de tendens lijkt te bestaan om te dereguleren of bestaande regulering flexibeler te maken – terwijl rationeel men juist zou kunnen verwachten dat de regulering behouden wordt⁷³. Men zou dit kunnen bestempelen als een “destructief succes”: het succes van effectenrecht is namelijk in grote mate zelfvernietigend. Dit is op zich niet pejoratief. Regels die nuttig zijn op een gegeven ogenblik, blijven dat niet noodzakelijk over een lange termijn. Dit is zeker het geval in de context van de snel evoluerende financiële markten. Een goed economisch beleid zal daarop moeten inspelen en op haast continue wijze nagaan of bestaande regels nog zin hebben, en of de baten de kosten ervan al dan niet overtreffen.

12. (...) EN DE GEBODEN VOORZICHTIGHEID. Niettemin noopt de slingerbeweging – en het “destructief succes” – ook tot voorzichtigheid: de financiële markten zijn immers niet alleen gekenmerkt door hun razendsnel evoluerend karakter, maar ook door “menselijke” constanten van hebzucht (“greed”), arrogantie (“hybris”) of paniek (“panic”)⁷⁴. Zo maakt de financiële crisis van 2008 duidelijk dat de feitelijke omstandigheden en marktstructuur wel anders kan zijn – en dat in 2008 een “bank run” zoals in 1929 is vermeden – maar dat het menselijk gedrag in wezen wel hetzelfde blijft, en de paniek zich op andere punten manifesteert⁷⁵. Bij het nagaan hoe de regulering aangepast en verbeterd kan worden, moeten beleidsmakers steeds voor ogen houden dat de belangen van de financiële

⁷² M. ROE, “Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets”, *Harv. L. Rev.*, 2006, 120, 460, 499: “Financial markets were developing nicely in civil law nations until 1913, and state presence did not differ much among the core countries of either origin. But the core civil law nations suffered internecine ruin from 1914 to 1945, with most overrun and militarily occupied. Such convulsive events destroy institutions, wreck societal foundations, and heighten voters’ insecurity. By contrast, a channel of water or an ocean separated the core common law nations from the cauldron of the early twentieth century, sheltering their markets from similar disruption. As a consequence, voters’ attitudes toward risk differed among nations in the wealthy West after World War II. Strong securities markets propel change, and a stunned populace may have abhorred more risk in their economic lives. And, due to the differing degrees of wartime destruction and interwar inflation, capital holdings of the average citizen differed”.

⁷³ T. FRANKEL, “Regulation and Investors’ Trust in the Securities Market” 68 *Brook. L. Rev.*, 2002, 439, 440 : “But here is a puzzle. When market prices rise, one would assume that regulation can be stricter, because issuers can easily raise capital and bear regulatory costs. Yet, the opposite occurs. This is precisely when government regulations relaxes. When market prices fall, when investors avoid the markets, and issuers find it very difficult to raise capital, one would assume that regulation would be more relaxed to reduce the issuers’ costs. Yet, the opposite occurs. This is precisely when government regulation becomes stricter. This is a puzzle.”

⁷⁴ Cf. C. REINHART en K. ROGOFF, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper 13882-2008, april 2008 (124 p.), 64 : “This brings us to our central theme—the “this time is different syndrome.” There is a view today that both countries and creditors have learned from their mistakes. [...] Technology has changed, the height of humans has changed, and fashions have changed. Yet the ability of governments and investors to delude themselves, giving rise to periodic bouts of euphoria that usually end in tears, seems to have remained a constant”.

⁷⁵ G. GORTON, “The Subprime Panic”, Yale ICF Working Paper No. 08-25, september 2008 (40 p.), 31-32 : “Today’s panic is not a banking panic in the sense that the traditional banking system was not initially at the forefront of the “bank” run as earlier panics, but we have known for a long time that the banking system was metamorphosing into an off-balance sheet and derivatives world—the shadow banking system. [...] Still, I would say that the current credit crisis is essentially a banking panic. Like the classic panics of the 19th and early 20th centuries in the U.S., holders of short term liabilities (mostly commercial paper, but also repo) refused to fund “banks” due to rational fears of loss—in the current case, due to expected losses on subprime and subprime-related securities and subprime-linked derivatives. In the current case, the run started on off-balance sheet vehicles and led to a general sudden drying up of liquidity in the repo market, and a scramble for cash, as counterparties called collateral and refused to lend”.

instellingen op korte termijn niet noodzakelijk de juiste zijn, en dat de geschiedenis van 300 jaren lijkt te hebben aangetoond dat het plots omslaan van succes in destructie een vaak onverwacht, maar niet minder reëel risico⁷⁶. Dit is overigens een argument *a priori* om studies van de marktgebruikers met een gepast wantrouwen te bejegenen.

13. EFFECTENRECHT ALS DIALECTISCH PROCES (III) – HET FSAP (...). De ontwikkeling van de harmonisatiebeweging van het Europees effectenrecht gedurende de laatste dertig jaren biedt een derde illustratie. Eén van de steunpilaren van het FSAP is een zeer doorgedreven harmonisatie, die vaak omschreven wordt als “maximale harmonisatie”⁷⁷. Merkwaardig genoeg grijpt de Europese regelgever daarmee terug naar een harmonisatieconcept dat sinds het midden van de jaren tachtig als problematisch, want irrealistisch, werd aanzien. Het is echter de oplossing die in de jaren tachtig werd bedacht – de wederzijdse erkenning – en die op het einde van de jaren negentig zelf weer als problematisch werd beschouwd. Deze slingerbeweging werd door SCOTT als volgt samengevat : “Harmonization is, however, very difficult to achieve. The E.U. unsuccessfully pursued this approach in the 1970s and 1980s in trying to integrate its financial markets. The E.U. Commission’s 1985 White Paper, Completing the Internal Market, identified 300 pieces of legislation that the Community would have to enact to remove restrictions or to harmonize laws of member states, and as a result shifted its approach to mutual recognition [...]. However, in the last few years, due to limited success with mutual recognition, it has returned to the harmonization approach, at least for disclosure requirements, through the Prospectus and Transparency Directives. Rather than trying to get each member state to accept the same rules, it is basically mandating such commonality”⁷⁸.

14. (...) HET FSAP ALS “DERDE FASE” VAN DE HARMONISERING VAN HET EUROPESE EFFECTENRECHT. Anders dan een *tabula rasa* is het FSAP immers veeleer een (belangrijke) stap in de ontwikkeling van het Europees effectenrecht. In *Hoofdstuk 2* proberen we daarom de harmonisatiebeweging van het FSAP historisch te kaderen. We nemen als startpunt de nuttige categorisering in drie fasen die is voorgesteld door MOLONEY⁷⁹. Verder zullen we trachten de historische verbanden te verduidelijken tussen de harmonisatie van het effectenrecht en de uitbouw van de EMU, het garanderen van vrij verkeer van kapitaal en het hervormen van fiscale obstakels.

4. VERANTWOORDING VAN DE POLITIEKE ANALYSE

15. VERANTWOORDING EN ACHTERGROND. Het FSAP is geen vrijblijvend, technocratisch project. Het FSAP blijkt met name in nauw verband te staan met de zogenaamde “Lissabon agenda”⁸⁰, die het FSAP sinds 2001 de ultieme politieke verantwoording geeft⁸¹. Mee dankzij deze politieke legitimatie, kon het FSAP op amper enkele jaren tijd een gestage maar langzame progressie ombuigen tot een nagenoeg volledige herregulering van het effectenrecht. In termen van aanpak en timing⁸², alsook

⁷⁶ Zie de voorgaande randnummers.

⁷⁷ We komen hierop uitgebreid terug in *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1*.

⁷⁸ H. SCOTT, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, 15 december 2005, als working paper gepubliceerd op www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/international_finance_handbook.pdf (79 p.), 15-16. Hernomen in H. SCOTT, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, in A.T. GUZMAN & A.O. SYKES (eds.), *Research Handbook of International Economic Law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham/Northampton, 2006, 33.

⁷⁹ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 21.

⁸⁰ EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling aan de Europese Voorjaarsraad – samen werken aan werkgelegenheid en groei – een nieuwe start voor de Lissabon-strategie”, 2 februari 2005, COM (2005) 24, 18. Zie tevens X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2004, vol. 20, n°4, 475-489, 479 : “Despite these difficulties, the first stage of the FSAP has been a political success. Few other European policy programmes have been completed so comprehensively and in such timely fashion” en 486 : “The progress that has been made in passing the FSAP measures at the European level has been impressive”.

⁸¹ Zie, uitgebreid, *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 2*.

⁸² K. LANNOO en M. LEVIN, European financial law-making beyond 2005, 2005 (www.ceps.be/Article.php?article_id=130) : “Let’s give

kwantitatief⁸³, is het FSAP een aanzienlijk politiek succes⁸⁴, met als resultaat een hervormingsrevolutie in een gevoelige sector die op amper enkele jaren tijd heeft plaatsgevonden (tussen 1999 en 2008). Bovendien blijkt de invloed en het elan van het FSAP zo sterk dat een aantal maatregelen die strikt gezien buiten de hemisfeer van het FSAP vielen, ervan mee konden genieten⁸⁵. Deze hervormingsrevolutie was des te meer bijzonder, aangezien het FSAP geconcipieerd was op een politiek delicaat ogenblik. Daarenboven werd het politieke geloof in het FSAP door de verslechterende economische situatie na 2000 en een aantal schandalen in de V.S. en Europa meteen “getest”⁸⁶.

16. BELANGENGROEPENANALYSE. Om deze reden wordt onderzocht wat de *drijvende krachten* waren achter het succes van het FSAP en hoe de traditionele *tegenkrachten* – die de integratie van de financiële markten van oudsher blokkeerden – geneutraliseerd konden worden. In hoofdorde wordt daarbij een belangengroepanalyse⁸⁷ gehanteerd. Er wordt met name nagegaan welke groepen belang hadden (hebben) bij de herregulering en hoe deze het legistiek proces konden beïnvloeden. In de marge daarvan wordt eveneens ingegaan op een ander “politiek” facet van het FSAP : in het zog van het FSAP werd immers een alternatief model van regulering ontworpen – het zogenaamde Lamfalussy-reguleringsmodel, genoemd naar LAMFALUSSY⁸⁸ – dat mee de hervorming heeft mogelijk gemaakt.

5. TUSSENTIJD BESLUIT

In deze inleiding werd beoogd het opzet van Deel 1 te duiden en te verantwoorden. Samengevat wordt het object van de studie – de harmonisatiedoelstellingen van de Prospectusrichtlijn – in dit eerste deel onderzocht vanuit een vogelperspectief : welke zijn de *doelstellingen van de prospectusplicht* en welke zijn de *doelstellingen van de harmonisatie van de prospectusplicht*. De Prospectusrichtlijn wordt gekaderd in de ruimere herregulering van het effectenrecht die sinds 1999 in de E.U. heeft plaatsgevonden, die op zijn beurt zelf gekaderd wordt in een nog ruimere (post-WO II) historische en politieke context. We hebben daarbij aangegeven dat er o.i. een paradox bestaat : precies wegens het vernieuwende karakter van het effectenrecht is de historische context essentieel voor een correct begrip van de doelstellingen, methodes en regels. Om dat verder te verantwoorden, hebben we een aantal illustraties gegeven van de dialectiek die in het effectenrecht besloten zit, en gewezen op het risico van “destructief succes”. We hebben verder ook de politieke context benadrukt. De ondertoon van Deel 1 is dat prospectusregulering geen hermetisch of technocratisch gegeven is. Indien men de harmonisatie van prospectusregels wil begrijpen, moet men de moed hebben om de technische regels te willen overstijgen. Deel 1 is geschreven vanuit die bekommernis⁸⁹.

credit where credit is due: the European Commission has achieved a remarkable success with the Financial Services Action Plan (FSAP). It built a consensus among the member states and the private sector on the necessity of the plan, it changed legislative procedures and structures for the adoption of financial legislation, it stuck to the timetable and the intentions of the plan, and it put Brussels on the map for the financial services industry”.

⁸³ E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, Working Paper Series Financial Law Institute (University of Ghent), december 2004, WP2004-10, 1 (www.law.ugent.be/fli/WP/WP2004-pdf/WP2004-10.pdf) : “Of the 42 measures proposed, 39 have been adopted as of half 2004, what undoubtedly is to be considered an impressive achievement”.

⁸⁴ Of het FSAP ook inhoudelijk een succes is, wordt verder in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4 en 5* kritisch besproken.

⁸⁵ Vb. S.-K. KIM, “Legislative Development: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan To Move Forward”, 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2004-2005, 213, 214-214 (met betrekking tot *corporate governance*), en J. MANTES FERREIRA-GOMES, “Student Note: Auditors As Gatekeepers: The European Reform Of Auditors’ Legal Regime and The American Influence”, 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2005, 665, 674-675 : “[t]he regulation of auditing services was developing at its usual slow pace (although within the construction of a single capital market as defined in the Financial Services Action Plan and no longer as part of the slower process of harmonization of corporation law) when the financial scandals started arising in the United States”.

⁸⁶ Zie, uitgebreid, *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 3*.

⁸⁷ Beter bekend onder de Engelse benaming “interest group analysis”.

⁸⁸ Omtrent het Comité der Wijzen, waarvan LAMFALUSSY voorzitter was, zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 3*.

⁸⁹ *Deel 2* daarentegen beoogt een gedetailleerde, technische analyse te geven van de omzetting van de specifieke prospectusbepalingen in de onderzochte jurisdicties.

HOOFDSTUK 1

DE DOELSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT

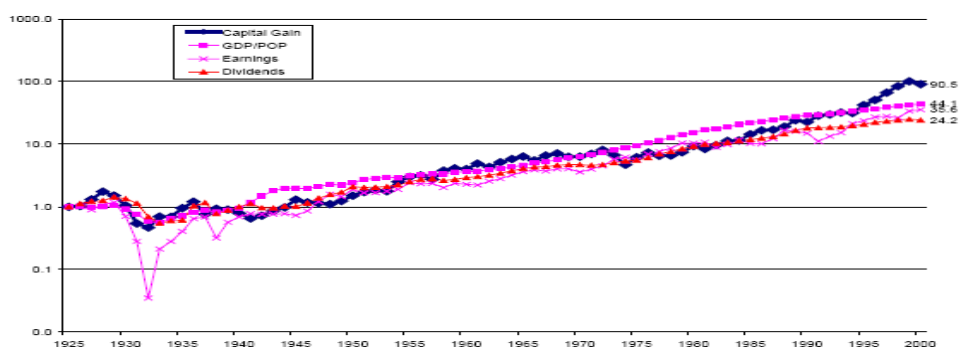
In dit eerste hoofdstuk worden de doelstellingen van de prospectusplicht kritisch onderzocht. Deze doelstellingen zijn, luidens de consideransen van de Prospectusrichtlijn, tweeledig, namelijk: “de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen [...]” . In ons onderzoek worden deze doelstellingen gecontextualiseerd binnen de historische wortels van de prospectusplicht als veruitwendiging van het “informatieparadigma” dat zich grotendeels in de twintigste eeuw heeft gevormd (Afdeling 1). Vertrekkende van daaruit wordt de vraag gesteld of de prospectusplicht anno 2008 op een doeltreffende wijze haar ambitie bereikt om beleggers te beschermen en om de efficiëntie van de markten te waarborgen. Deze vraag leidt ons ertoe een referentiekader ter formuleren ter beoordeling van de wijze waarop de prospectusplicht haar doelstellingen bereikt (Afdeling 2). In Afdeling 3 wordt vervolgens ingegaan op beleggersbescherming als doelstelling van de prospectusplicht. Afdeling 4 ten slotte onderzoekt de efficiëntie van de markten als doelstelling van de prospectusplicht, en beoogt een test te identificeren die ons in Deel 2 zal toe laten te testen of de bepalingen van de Prospectusrichtlijn de doelstellingen van de prospectusplicht bereiken.

AFDELING 1. DE PROSPECTUSPLICHT ALS EXPONENT VAN EEN “CULTUUR VAN INFORMATIE”

1.1. OPZET

17. DE MAGIE VAN HET “EQUITY PREMIUM”. 10,70%. Dat is het samengevoegd gemiddelde voor het rendement voor aandelen⁹⁰ voor de periode tussen 1926 en 2000 voor aandelen die toegelaten waren tot de verhandeling op de NYSE⁹¹. In deze tijdsperiode van bijna drie kwarteeuwen werden beleggers in de V.S. voor hun belegging in aandelen gemiddeld gecompenseerd met een *extra* 5,24% per jaar, vergeleken met lange termijn risicoloze beleggingen zoals lange termijn overheidseffecten⁹². Dit percentage is de zogenaamde aandelenpremie (de equity premium). Dit is de premie – de beloning – voor het risico dat werd genomen met de belegging in aandelen. In de figuur hieronder wordt aangetoond wat de groei is van de aandelenmarkten tegenover het BBP per capita, winst en dividenden, met als beginpunt 1 USD in 1926 (de correcties van de beurscrash van 1929 en de correctie van 1987 daarin begrepen). Hoewel het BBP per capita sterker aangroeide dan de winsten en dividenden, nam over deze periode van 75 jaar de aandelenprijs gemiddeld sterker toe dan het BBP per capita⁹³.

Figuur
Aangroei van 1 USD (1926 – 2000)⁹⁴



De gepopularizeerde zienswijze dat een beloning van 5,24% extra rendement is te verkrijgen, heeft er mee toe geleid dat niet-professionele – “gewone” – lange termijn beleggers geneigd geworden zijn om een grotere proportie van hun vermogen te investeren in risicovolle aandelen⁹⁵.

18. VRAGEN BIJ DE REPRESENTATIVITEIT HIERVAN. Hoewel dit buiten het bestek van voorliggend onderzoek gaat, moet voor ogen worden gehouden dat dit gemiddelde van 5,24% per jaar niet noodzakelijk representatief is. Ten eerste hebben deze historische gegevens enkel betrekking op de Verenigde Staten⁹⁶. Ten tweede blijkt dat, waar het equity premium in de recente periode gemiddeld 5,24% per jaar bedraagt, in de drie decennia daarvóór – tussen 1815 en 1926 – dit slechts gemiddeld

⁹⁰ Nl. de *compounded average for equity return*.

⁹¹ R. IBBOTSON en P. CHEN, “Stock Market Returns in the Long Run – Participating in the Real Economy”, *Financial Analyst Journal*, 2002 (tevens gepubliceerd op <http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MethodologyDocuments/IBBAssociates/StockMarketReturns.pdf>), 5.

⁹² Idem, 5. *In casu* US government bonds.

⁹³ Idem, 22 alsook 10-12.

⁹⁴ Idem, 22.

⁹⁵ H. JACKSON, “To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns”, 28 *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 671, 675.

⁹⁶ Idem, 675 : “There is something problematic about drawing inferences about the future based solely on the performance of the most successful market economy drawn almost exclusively from a century during which it rose to world dominance”.

3,2% per jaar bedroeg⁹⁷. In recent onderzoek werd nagegaan wat de waardetoeename zou zijn van 1 USD die in 1815 zou zijn geïnvesteerd, waaruit blijkt dat tussen 1815 en 1915 deze 1 USD niet spectaculair was toegenomen, zoals in de figuur hieronder blijkt.

Figuur
Maandelijkse kapitaaltoename index januari 1815 - december 1999⁹⁸



19. DE INVESTERINGSBESLISSING. Bovendien helpen deze historische gemiddelden een individuele potentiële belegger niet bij het nemen van zijn of haar investeringsbeslissing. Deze beslissing is immers uitermate complex : de investeringsmogelijkheden en investeringsalternatieven zijn bijna oneindig⁹⁹. Bij het evalueren van de investeringsmogelijkheden zou een rationele belegger – die geen “insider” is¹⁰⁰ – twee elementen moeten afwegen : wat is de verwachte opbrengst (in interesten, dividenden of kapitaal aangroei) en wat is het risico dat gepaard gaat met de investering¹⁰¹? Men kan slechts een geïnformeerde beslissing nemen omtrent de verwachte opbrengst en het risico van de investering, indien men daartoe de informatie heeft. De informatie die ter beschikking wordt gesteld van de markt, moet worden opgespoord, geanalyseerd en verwerkt om zo aldus tot een geïnformeerde beslissing te komen omtrent het risico en het rendement van een investeringsbeslissing¹⁰².

20. HET INFORMATIEPARADIGMA. Prospectusplicht beoogt daartoe bij te dragen. Prospectusplicht, in de meest ruime betekenis, betekent dat voor bepaalde financiële verrichtingen een

⁹⁷ P. DIAMOND, “What Stock Market Returns To Expect For The Future?”, *An Issue in Brief: Center for Retirement Research at Boston College*, 1999, 2, op 2.

⁹⁸ W. GOETZMANN, R. IBBOTSON en L. PENG, “A new historical database for the NYSE 1815 to 1925: Performance and predictability”, *Journal of Financial Markets* 4, 2001, 1-32, zie vnl. 4.

⁹⁹ D. LANGEVOORT, “Information Technology and the Structure of Securities Regulation”, 98 *Harv. L. Rev.*, 1985, 747, 751.

¹⁰⁰ Zie tevens J. FARMER en A. LO, “Frontiers of Finance: Evolution and Efficient Markets”, *Proc. Natl. Acad. Sci.*, 1999/96, 9991, 9991 : “If, in January, 1926, an individual invested \$1 in one-month U.S. Treasury bills – one of the safest securities in the world – and continued reinvesting the proceeds month by month until December, 1996, the original investment would have grown to \$14. If, on the other hand, an individual invested \$1 in the S&P 500 – a much riskier investment – over the same 71-year period, this investment would have grown to \$1,370, a considerably larger sum. Now suppose that, each month, an individual were able to divine in advance which of these two investments would yield a higher return for that month and took advantage of this information by switching the running total of his initial \$1 investment into the higher-yielding asset. What would a \$1 investment in such a “perfect foresight” investment strategy become by December 1996? The startling answer is \$2,296,183,456 [...]”.

¹⁰¹ H. JACKSON, “To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns”, 28 *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 671, 674 : “The risk-return trade-off, which lies at the heart of financial theory, posits that risk (that is, dispersion) and return are positively correlated”. D. LANGEVOORT, “Information Technology and the Structure of Securities Regulation”, 98 *Harv. L. Rev.*, 1985, 747, 751.

¹⁰² Zie uitgebreid hieronder.

informatiedocument – in de Europese Unie algemeen gekend als een “prospectus” – moet worden gepubliceerd. Dit informatiedocument moet in wezen mogelijke investeerders in staat stellen een geïnformeerde investeringsbeslissing te nemen omtrent effecten die op de primaire markt worden aangeboden¹⁰³. De prospectusplicht reflecteert met andere woorden het informatieparadigma – in het Engels de “philosophy of full disclosure”¹⁰⁴ of recenter meestal “mandatory disclosure”¹⁰⁵ genaamd – wat kan omschreven worden als de idee dat door het verplicht ter beschikking stellen van alle materiële informatie, investeerders een geïnformeerde en intelligente investeringsbeslissing kunnen maken¹⁰⁶. Zoals GEENS opmerkt, is het interessant stil te staan bij de term “disclosure” : “*Disclosure* heeft een andere bijklank dan transparantie. Disclosure wijst erop dat iets publiek moet worden gemaakt dat het nog niet was. Transparantie duidt geen soortgelijke beweging aan, het is een toestand”¹⁰⁷.

21. OPZET VAN DEZE AFDELING. Alvorens het informatieparadigma aan een kritisch onderzoek te onderwerpen, wordt in deze afdeling ingegaan op de historische wortels van het informatieparadigma en de evolutie van dit informatieparadigma tot 2008. Het spreekt vanzelf dat dit historisch overzicht noch extensief, noch exhaustief is. Bovendien worden verschillende van de alhier aangegeven thema’s in latere afdelingen in meer detail behandeld.

1.2. HISTORISCHE WORTELS VAN HET INFORMATIEPARADIGMA

1.2.1. Negentiende-eeuwse hervormingen

22. JUSTICE BRANDEIS. Het informatieparadigma is twintigste-eeuws. Het werd in 1914 door BRANDEIS op een prachtige wijze verwoord: “[p]ublicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”¹⁰⁸.

23. VROEGERE AANZETTEN. Toch was dit idee ook in 1914 niet volledig nieuw. Reeds ten aanzien van de speculaties in aandelen (“actiën”) van de VEREENIGDE OOST-INDISCHE COMPAGNIE werd gepoogd het samenspel van ontbreken van informatie en de verhandelbaarheid van de actiën – en

¹⁰³ Volgens artikel 5.1 Prospectusrichtlijn moet het prospectus met name alle gegevens bevatten die “de noodzakelijk informatie vormen om de beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn”.

¹⁰⁴ S.E.C. v. Capital Gains Bureau, 375 U.S. 180 (1963) : “A fundamental purpose, common to these statutes, was to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of caveat emptor and thus to achieve a high standard of business ethics in the securities industry. As we recently said in a related context, ‘It requires but little appreciation [...] of what happened in this country during the 1920’s and 1930’s to realize how essential it is that the highest ethical standards prevail’ [...] in every facet of the securities industry”. Zie tevens Silver v. New York Stock Exchange, 373 U.S. 341 (1963), 366; Wilko v. Swan, 346 U.S. 427 (1953), 430.

¹⁰⁵ Zo o.m. F. EASTERBROOK en D. FISCHER, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 669; J. COFFEE, “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 717; P. MAHONEY, “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, 1047; H. JACKSON, “Regulation in a Multisectoral Financial Services Industry: an Exploration Essay”, 77, *Wash. U. L. Q.*, 1999, 319; A. FERRELL, “Measuring the Effects of Mandated Disclosure”, 1, *Berkeley Bus. L.J.*, 2004, 369.

¹⁰⁶ Cf. T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 22. Zie tevens het *House Report on the Securities Exchange Act of 1934* : “No investor [...] can safely buy and sell securities upon the exchanges without having an intelligent basis for forming his judgment as to the value of the securities he buys or sells [...]. The hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value” (*H.R. Rep. No. 73-1383*, 1934, 11).

¹⁰⁷ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *T.R.V.*, 2006, 75-89, nr. 9.

¹⁰⁸ L. D. BRANDEIS, *Other People’s Money – And How Bankers Use it*, New York, Stokes, 1914, 62. Tevens geciteerd in COMMISSION BANCAIRE, 1935-1960, 146. Zie tevens H. SWENNEN, *Financiële wetgeving*, Mys & Breesch, Gent, 1994 (173 p.), 23 en voetnoot 41.

bijgevolg spectaculaire koersstijgingen of -dalingen omwille van geruchten – in te dijken¹⁰⁹. De eerste concrete stappen in de richting van een informatieparadigma bij het aanbieden van effecten werden echter pas gezet in the negentiende eeuw¹¹⁰. HOPT verwijst naar de Pruisische hervormer HANSEMANN die reeds in 1837 stelde dat grote vennootschappen in zekere mate zouden moeten worden onderworpen een informatieplicht aan het publiek, hetgeen hij beschouwde als de meest effectieve vorm van controle¹¹¹. In België vond in 1873 een ingrijpende wijziging plaats waarbij de principes “Liberté, Publicité, Responsabilité” in de vennootschapswetgeving werden ingeschreven¹¹² waarbij één van de voornaamste doeleinden erin bestond om : “de faire connaître la vérité sur les choses sociales et [d’]armer les actionnaires des moyens de veiller à leurs intérêts”¹¹³. Ook in het Verenigd Koninkrijk werden in 1857 en 1890 de eerste stappen gezet om beleggers te beschermen tegen frauduleuze aanbiedingen¹¹⁴. Deze negentiende eeuwse ideeën werden gevolgd door meer concrete pogingen in het begin van de twintigste eeuw om meer transparantie te creëren bij aanbiedingen aan het publiek. Zo werd in Frankrijk in 1907 als bescherming voor het spaarderspubliek (protection de l’épargne)¹¹⁵ de verplichting ingevoerd om een mededeling omtrent de publieke aanbieding of beursintroductie te publiceren in de bijlagen van het *Journal officiel*. Net zoals in Frankrijk, werden in België tussen 1913 en 1935 wettelijke vereisten ingevoerd inzake het openbaar aanbieden van effecten – zoals de verplichting om een kennisgeving te doen in het Belgisch Staatsblad¹¹⁶.

¹⁰⁹ Zie volgende interessante passage uit A.W. DE IONGH, *Gedenkboek 1876-1926 Vereeniging voor den Effectenhandel*, 1926, 29, zoals geciteerd door C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 3-4 : “[De Vereenigde Oost-Indische Compagnie hield] waarschijnlijk met de bedoeling het spekulereen zoveel mogelijk te remmen, krampachtig vast aan de aandelen op naam, die slechts door overschrijving in het actiënboek der Compagnie in andere handen konden overgaan. *Het resultaat van deze politiek was echter, dat men er ter beurze meer en meer toe overging de verschillen te verrekenen, zoodat de speculatie eerder in de hand gewerkt dan bemoeilijkt werd.* Bovendien droegen enorme koersschommelingen, waaraan de actiën onderhievig waren er in sterke mate toe bij, van dit fonds een geliefd speculatieobject te maken. Er heerschte nooit zekerheid omtrent de toestanden in Indië, men wist wist nooit of de schepen veilig het vaderland zouden bereiken, en *het was geen zeldzaamheid, dat een enkel gerucht een koersdaling of stijging van 30pCt. of meer tengevolge had*” (eigen cursivering).

¹¹⁰ Cf. tevens L. LOSS en J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 1989, 3 ed., 5-6.

¹¹¹ D. HANSEMANN, *Die Eisenbahnen und deren Aktionäre in ihrem Verhältnis zum Staat*, 1837, §108, geciteerd in K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance After Enron”, in J. ARMOUR, J.A. McCAHERY (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford, Hart, 2006, 445-496, 462. Zie tevens K. HOPT, “Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleich“, *ZHR* 141, 1977, 389, 411 e.v. Vgl. LOUIS LOSS : “People who are forced to undress in public will presumably pay some attention to their figures”, in : L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 33.

¹¹² C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes devant les lois belges*, Brussel, Larcier, 1913, Tome I (547 p.), 17

¹¹³ M. PIRMEZ, *Rapport du Commission de la Chambre de Représentants*, 9 februari 1866, GUILLERY, *Commentaire législatif*, 98, geciteerd in : COMMISSION BANCAIRE, *1935-1960*, 157.

¹¹⁴ Zo maakte de 1857 Fraud Act VIII frauduleuze mededelingen strafbaar (“make, circulate or publish [...] any written statement [...] which he shall know to be false in any material Particular with intent to [...] induce any Person to become a Shareholder”) en werd door de 1890 Act to amend the law relating to the Liability of Directors and Others for Statements in Prospectuses 3(1) een aansprakelijkheidsgrond ingevoerd (“When [...] a prospectus [...] invites persons to subscribe for shares or debentures [...] every [...] director [...] and every promotor of the company [...] shall be liable to pay compensation to all persons who shall subscribe [...] on the faith of such prospectus [...] for the loss [...] they may have sustained by reason of any untrue statement in the prospectus [...] unless [...] he has reasonable grounds to believe [...] that statement was true”). Zie P. NELSON, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (488 p.), 10 e.v. Cf. tevens E. POWELL, *The Mechanism of the City*, Londen, P.S. King & Son, Londen, 1910 (172 p.), op 129 : “The advertising of the prospectus is but one of the many processes necessary to issue a loan or float a company. But it demands the highest skill, and is served by a large and complex organization which is entirely devoted to it”.

¹¹⁵ B. FRANCOIS, *L’appel public à l’épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l’Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 18-19 en voetnoot 42.

¹¹⁶ C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes devant les lois belges*, Larcier, Brussel, 1913, Tome I (547 p.), 420-430. A. BRUYNEEL, “La Commission bancaire belge (II)”, *Banque*, 1972, nr. 304, 125-139, 125 : “Sans doute le Code de commerce contenait-il, surtout depuis 1913, quelques éléments de réglementation du placement des valeurs mobilières dans le public : modalités de constitution d’une société anonyme et de l’augmentation du capital d’une telle société et publication d’une notice aux annexes du *Moniteur belge* avant toute offre publique de

24. VERBAND MET DE DEMOCRATISERING VAN HET SPAARWEZEN. FRANÇOIS legt een interessant verband tussen de invoering van deze regels en de democratisering van het spaarwezen tussen 1850 en het begin van de twintigste eeuw¹¹⁷. Dat er sprake was van zulke democratisering blijkt duidelijk uit volgende figuur¹¹⁸.

Figuur
De democratisering van beleggingen in effecten
in Frankrijk tussen 1850 en 1913¹¹⁹

| | 1850 | 1880 | 1890 | 1913 |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| Titres détenus par des français | 9 | 56 | 74 | 112 |
| Id. en % du PIB | 75% | 265% | 334% | 321% |
| Id. en % de la fortune nationale | | 28% | 33% | 43% |

Légende : montants des titres détenus en milliards de francs. Sources : Neymark (1911c, p. 89) pour le montant des titres détenus par des français; Le montant pour 1913 se rapporte à 1911 et est fourni dans son article "Les valeurs mobilières en France", *Le Rentier*, 7 août 1913. La part des titres dans le PIB est calculée par rapport au PIB évalué par M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon (1985); M. Lévy-Leboyer (1976, p. 396) pour la part des titres dans la fortune nationale.

1.2.2. De beurscrash van 1929 en de economische depressie

25. DE BEURSCRASH VAN 1929 EN DE RADICALISERING VAN HET INFORMATIEPARADIGMA. Niettemin duurde het tot de crash van 1929, en de depressie in de jaren dertig, voor deze voorzichtige aanzetten ook een politiek thema zou worden, met een radicalisering van het informatieparadigma als gevolg¹²⁰. Als gevolg daarvan werd in de jaren dertig van de vorige eeuw in de meeste Europese landen "informatiereglementering" ingevoerd.

26. HERVORMINGEN IN BELGIË – HET KONINKLIJK BESLUIT NR. 185. In België werd in 1935 het koninklijk besluit nr. 185 van 9 juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten¹²¹ uitgevaardigd¹²². De bepalingen daarvan hadden voornamelijk tot doel om een "coördinatie door te voeren van het beroep op het krediet- en het spaarwezen" en aldus één van de middelen te zijn in de strijd tegen crisissen; in tweede orde werd deze nieuwe regelgeving aanzien als een aanvulling op

valeurs mobilières, principalement. Ces dispositions avaient pour objectif une meilleure information des souscripteurs. Mais l'absence d'un examen technique objectif des informations ainsi diffusées par les sociétés empêcha l'objectif d'être atteint ; la solution retenue présentait par ailleurs un caractère formel mal adapté aux besoins d'un domaine par nature très évolutif". Zie tevens A. BRUYNEEL, "The Belgian Commission Bancaire : Functions and Methods", *Droit & Pratique du Commerce International*, 1980, 6, nr. 3, 351-384, 361 : "As a matter of fact, the 'notice légale' [...] has never played a significant tool in providing information to investors".

¹¹⁷ B. FRANÇOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 18 : "En dépit de crises [...] la part des valeurs mobilières dans la richesse patrimoniale privée de la France passe, entre 1853 et 1911, de 10 à 110 milliards de francs. [...] Cette démocratisation de l'épargne rendait d'autant plus nécessaire l'intervention du législateur pour garantir une information sincère et véritable du public".

¹¹⁸ P.-C. HAUTCOEUR, *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises (1890-1939)*, Thèse présentée pour le doctorat des sciences économiques (Université de Paris I Panthéon-Sorbonne), 11 oktober 1994 (511 p.), 10.

¹¹⁹ In miljard Franse Frank.

¹²⁰ Zie tevens hier boven, omtrent de dialectiek eigen aan het effectenrecht.

¹²¹ BS, 10 juli 1935.

¹²² A. BRUYNEEL, "La Commission bancaire belge (I)", *Banque*, 1972, nr. 303, 13-25, 14 (zie tevens, eveneens op 14 : "La crise économique et financière née en 1929 entraîna des défaillances qui firent apparaître à l'opinion publique et à une partie des milieux financiers qu'un contrôle public des banques s'imposait"). L.-F. DU CASTILLON en G. JAKHIAN, "Le régime des sociétés anonymes faisant ou ayant fait appel public à l'épargne", in : C. JASSOGNE en G. BLOCK, *Traité Pratique de Droit Commercial*, Tome 5, Kluwer, Brussel, 2003 (320 p.), 56-242, 75-76.

de vennootschapsrechtelijke regeling ter bescherming van het openbaar spaarwezen¹²³. Een openbare aanbieding gaf aanleiding tot de verplichting om de – toen nieuw opgerichte – Bankcommissie daarvan minstens 15 dagen op voorhand in kennis te stellen¹²⁴. Bij deze kennisgeving moest een dossier gevoegd worden dat onder meer bestond uit de opsomming van de motieven van de verrichting, de voorwaarden van een eventuele vaste overname, een gedetailleerd overzicht van de verbintenissen waartoe de uitgevende instelling zich had verbonden. Een model van prospectus diende eveneens te worden ingediend bij het dossier¹²⁵ als beslist werd de verrichting kenbaar te maken via een “prospectus de publicité”¹²⁶. De Bankcommissie kon op basis daarvan beslissen een vermindering of plafonnering van de uitgifte aan te bevelen, indien zij van mening was dat de uitgifte een “onevenwicht in de markten”¹²⁷ zou kunnen creëren, en kon de verrichting via een gemotiveerd besluit zelfs verbieden¹²⁸. De bezorgdheid was tweeledig : “[D]’une part, faire donner aux acheteurs des renseignements aussi complets que possible, de nature à leur permettre d’apprécier la valeur réelle des titres qui leur sont offerts ; d’autre part, améliorer les pratiques en usage en matière d’émissions et d’appels au marché des capitaux”¹²⁹. De informatie moest met andere woorden aan de toezichhoudende overheid worden meegedeeld¹³⁰, op basis waarvan deze kon besluiten geen actie te ondernemen, het zogenaamde *nihil obstat*¹³¹.

¹²³ COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1936*, 51 : “Cette réglementation a pour principal objet de contribuer à assurer la coordination des appels au crédit et à l’épargne ; à ce titre elle constitue un des moyens de lutter contre les crises. Mais elle complète aussi, dans une certaine mesure, les dispositions des lois sur les sociétés commerciales qui visent à la protection de l’épargne publique”. Vgl. tevens COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1937*, 47 : “Le double but poursuivi [...] d’une part le maintien de l’équilibre du marché des capitaux et, d’autre part, la protection de l’épargne, impose [...]”. Zie tevens COMMISSION BANCAIRE, *1935-1960*, 133-135. Zie tevens J. LEBRUN, “La législation financière 1989-1991”, in : CENTRE JEAN RENAULD (G. HORSMANS) (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Larcier, Brussel, 1992, (272 p.), 10-45, 12-13.

¹²⁴ Art. 26 K.B. nr. 185 : “Quiconque se propose d’exposer en vente, d’offrir en vente ou de vendre publiquement soit des actions, des titres ou parts bénéficiaires des sociétés, soit des obligations de sociétés à cinq ans d’échéance au moins, doit en aviser, quinze jours d’avance la commission bancaire”.

¹²⁵ Zie Bijlage 11 bij het COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1935*.

¹²⁶ Art. 27 K.B. nr. 185. COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1937*, 54 : “S’il est fait usage, en vue de l’émission, de prospectus de publicité [...]”. Als geen prospectus werd gepubliceerd, kon de Bankcommissie niettemin beslissen om, naast de wettelijk verplichte kennisgeving in het Belgisch Staatsblad, toch bijkomende informatie verplicht te maken : “En vue de permettre au public d’apprécier les risques inhérents aux titres offerts, la Commission bancaire a veillé, dans divers cas, à ce que les documents mis à la disposition des souscripteurs ou acheteurs éventuels, contiennent certains renseignements complémentaires” (COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1938*, 67).

¹²⁷ Deze notie was niet gedefinieerd. COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1936*, 56 : “Ni l’arrêté, ni le rapport au Roi [...] ne donnent sur ce point des explications. C’est donc à la Commission bancaire qu’il appartiendra de préciser cette notion. Conformément aux principes qu’elle a suivis jusqu’à présent, elle fera usage en cette matière d’une méthode d’application pragmatique et résoudra les cas d’espèce au fur et à mesure qu’ils se présenteront. [...] Un déséquilibre peut se produire sur le marché des capitaux considéré dans son ensemble lorsque les offres ou les demandes qui s’y manifestent excèdent les besoins économiques normaux”.

¹²⁸ Art. 28 K.B. nr. 185.

¹²⁹ COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1937*, 52.

¹³⁰ Zie het Verslag aan de Koning bij het koninklijk besluit nr. 185 van 9 juli 1935 : “La création de la commission bancaire met à la disposition de l’économie nationale, un nouvel instrument. [...] De là est venue l’idée de confier à la commission bancaire un rôle tout nouveau de coordination de ceux des appels au crédit et à l’épargne, qui se traduisent par des émissions publiques de titres au porteur. Ce mode de financement est à la fois puissant et indispensable, mais sa puissance a souvent donné lieu à des erreurs et à des abus”.

¹³¹ A. BRUYNEEL, “La Commission bancaire belge (II)”, *Banque*, 1972, nr. 304, 125-139, 132 “Le *nihil obstat* de la Commission bancaire (c’est-à-dire la décision de ne pas interdire l’opération [...]) diffère donc essentiellement d’une autorisation ou d’une approbation ; il signifie simplement qu’en considération des éléments dont elle dispose la Commission estime que le prospectus comprend les informations nécessaires ou du moins suffisantes à la formation d’une opinion correcte sur l’opération. Une approbation aurait au contraire pour effet de substituer la responsabilité de la Commission à celle du souscripteur [...] On notera que les notions d’*approbatur* et de *nihil obstat* propres au droit canonique sont ainsi respectées...”, en verder, eveneens op 132 : “Paradoxalement, un pouvoir d’interdiction temporaire s’est ainsi révélé aussi efficace qu’un pouvoir d’interdiction pure et simple”.

27. HERVORMINGEN BUITEN BELGIË. In Frankrijk voorzagen een reeks decreet-wetten (*décrets-lois*) van 8 augustus 1935 in – al bij al bescheiden – maatregelen om de economische activiteiten te doen herleven en het spaarwezen te beschermen¹³². Een van de maatregelen was de verplichting voor een beursgenoteerde vennootschap om haar commissaris voortaan uit een bij het hof van beroep neergelegde lijst met commissarissen te kiezen¹³³. In de Verenigde Staten werd het informatieparadigma gekoppeld aan een ander paradigma, namelijk : harmonisatie. Dat de voorheen bestaande, niet-geharmoniseerde, wetten in de diverse Staten – bekend als de *Blue Sky Laws*¹³⁴ – zouden moeten worden gecomplementeerd met een (geharmoniseerd) federaal systeem van *disclosure* groeide uit tot een centraal thema in de presidentiële campagne van 1932¹³⁵. In zijn toespraak van 29 maart 1933, stelde president ROOSEVELT dat : “There is [...] an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information, and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public”¹³⁶. Als direct gevolg daarvan werd in 1933 de *Securities Act*¹³⁷ en in 1934 de *Securities Exchange Act*¹³⁸ afgekondigd. Het informatieparadigma was zowel in Europa als in de Verenigde Staten aldus niet alleen een politiek feit maar ook een juridisch feit.

1.3. WIJZIGENDE PERCEPTIES DOORHEEN DE TWINTIGSTE EEUW

28. 1930-1970. De jaren dertig van vorige eeuw waren het gouden tijdperk van de financiële transparantiewetten : informatie bleek het wondermiddel om de financiële markten gezond te houden en beleggers te beschermen. De kritiek op deze idee kwam langzaam op gang. In 1948 merkte LOBELL op dat weinig beleggers de beschikbare informatie werkelijk raadpleegden¹³⁹. In 1960 stond in het verslag omtrent de werkzaamheden van de Bankcommissie tussen 1935 en 1960 de volgende passage: “[i]l n’est pas douteux qu’un grand nombre de porteurs de valeurs mobilières ne lisent ni les prospectus d’émission ni les rapports des commissaires-reviseurs. Ces documents sont étudiés par les [intermédiaires financiers] ou investisseurs important. Leur publication peut donc avoir des

¹³² JO, 9 augustus 1935. B. FRANCOIS, *L’appel public à l’épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux (thèse pour obtenir le grade de Docteur de l’Université Panthéon-Assas (Paris II))*, 12 september 2003 (629 p.), 20-21.

¹³³ P.-C. HAUTCOEUR, *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises (1890-1939)*, Thèse présentée pour le doctorat des sciences économiques (Université de Paris I Panthéon-Sorbonne), 11 oktober 1994 (511 p.), 255 : “[...] le décret-loi du 8 août 1935 crée au profit de tous les actionnaires sans exception un droit préférentiel de souscription aux augmentations de capital. Ce sont fondamentalement ces quelques lois qui empêchent désormais les gros actionnaires de s’approprier les actifs sociaux au détriment des petits. Elles restent cependant insuffisantes sans amélioration de l’information rendue publique. Sur ce point, le changement principal est l’obligation faite aux sociétés de choisir obligatoirement un de leurs commissaires sur une liste de commissaires agréés (décrets-lois des 8 août 1935 et 30 juillet 1937). Il faudra encore attendre le décret du 5 février 1946 pour qu’une présentation uniforme soit imposée aux bilans”.

¹³⁴ Dit begrip is toegedicht aan Justice McKenna die in *Hall v. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539 (1917) stelde dat : “The name that is given to the law indicates the evil at which it is aimed, that is, to use the language of a cited case, ‘speculative schemes which have no more basis than so many feet of ‘blue sky’;’ or, as stated by counsel in another case, ‘to stop the sale of stock in fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines and other like fraudulent exploitations.’ Even if the descriptions be regarded as rhetorical, the existence of evil is indicated, and a belief of its detriment; and we shall not pause to do more than state that the prevention of deception is within the competency of government and that the appreciation of the consequences of it is not open for our review”.

¹³⁵ K. FIRTEL, “Plain English: a Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure Under The Securities Act of 1933”, 72 *S. Cal. L. Rev.*, 1999, 851, 855.

¹³⁶ *H.R. Rep. No. 73-85*, at 1-2 (1933).

¹³⁷ Securities Act of 1933, 15 *U.S.C.* § 77a.

¹³⁸ Securities Exchange Act of 1934, 15 *U.S.C.* § 78a.

¹³⁹ Zie N. D. LOBELL, “Revision of the Securities Act”, *Columbia Law Review*, Vol. 48, No. 3. (Apr., 1948), 313-340, 323 : “Few investors make actual inspections of registration statements on file with the Commission either during the waiting period or at any other time. Financial services and news services do scan these statements and make some information available. However, they do not, because of the cost, disseminate the entire registration statement. For that one can count only on those having an economic interest in the distribution. While an underwriter or dealer might have an economic interest in distributing information about an investment prior to effectiveness of the registration statement, the incentive exists only as long as information helps salesmanship [...]”.

répercussions importantes. Ils sont toutefois ignorés, le plus souvent, par les principaux intéressés, c'est-à-dire la masse des actionnaires et des obligataires"¹⁴⁰. Deze opstelling was meer gebaseerd op realisme dan op een – zij het theoretisch, zij het empirisch – onderbouwde theorie. Enkele jaren later, in 1966, publiceerde COHEN zijn innoverende artikel *'Truth in Securities' Revisited*, dat een conceptueel kader bood voor kritische vragen bij de bruikbaarheid van de beschikbare informatie. Zelfs indien de rapporteringsvereisten werden verbeterd en nageleefd, zou er nog steeds een "wide chasm" bestaan tussen het aanleveren van informatie enerzijds en het gebruik en de bruikbaarheid van deze informatie¹⁴¹. COHEN voegde daar zelfs de suggestie aan toe – die o.i. gerust visionair kan genoemd worden – dat naarmate de informatiesystemen beter werken, en er meer en meer continu informatie wordt bekendgemaakt, het precies moeilijker wordt om deze informatie ook te verwerken (we komen daar verder op terug)¹⁴².

29. JAREN ZEVENTIG VAN DE TWINTIGSTE EEUW – KRITISCHE ACADEMISCHE GELUIDEN IN DE VERENIGDE STATEN (...). Maar het is pas in de jaren zeventig – paradoxaal net op het ogenblik dat de ECMH een echte theoretische grondslag voorzag voor de informatieparadigma¹⁴³ – dat een aantal auteurs het gebrek van enige empirische gegevens omtrent het gebruik van de beschikbare informatie door beleggers sterk bekritiseerde. KRIPKE beschuldigde de toezichhoudende overheden van *arrogantie en sollipisme*¹⁴⁴ : "[...] it seems to be literally, the fact that the SEC for most of its history never asked the questions: 'How are securities decisions made? What factors enter into the decision to buy, sell, or hold securities?' One would think that the SEC would have tried to learn from persons who had the responsibility for making that kind of decision what their decisional process was. And yet the fact is, as an SEC top official said publicly in 1975 [...] they had never made the inquiry"¹⁴⁵. In een andere bijdrage van de jaren zeventig citeerde SCHNEIDER¹⁴⁶ instemmend de kritische standpunten van KRIPKE – waarin hij een prospectus beschrijft als "perfunctory", "sterile" en "fairly close to worthless"¹⁴⁷. MANN vatte in 1971 het probleem als volgt samen: "[t]he real problem with the statutory prospectus is not that it is unreadable, but that it is unread. It is unread because it does not

¹⁴⁰ COMMISSION BANCAIRE, *1935-1960*, 157. De Bankcommissie vervolgde "La vertu du controle se trouve ailleurs. Elle trouve sa source dans l'obligation pour les dirigeants de faire rapport sur leur gestion sous la supervision de contrôleurs indépendants et qualifiés. L'expérience a montré que le devoir de rendre compte dans de telles conditions pouvait avoir une incidence marquée sur la politique menée et infléchir profondément celle-ci. C'est en dernière analyse l'établissement de cette discipline qui a permis d'améliorer sensiblement le fonctionnement des sociétés anonymes et la qualité des rapports entre dirigeants et associés".

¹⁴¹ M. H. COHEN, "'Truth in Securities' Revisited", 79 *Harv. L. Rev.* 1966, 1340, 1375 : "Even with an improved set of reporting requirements and "perfect" compliance with the requirements, there may be a wide chasm between the provision of information and its use or usability by the intended beneficiaries; in fact the chasm may be widest when the reporting system is working most efficiently, because of the sheer volume of accumulated information".

¹⁴² Idem.

¹⁴³ Zie *Deel 1, Hoofdstuk 1, afdeling 4*.

¹⁴⁴ H. KRIPKE, "Disclosure Beyond Accounting Disclosure : An Unsatisfied Need", *The Saxe Lectures in Accounting*, 22 april 1980 : "In my view the pinnacle of SEC arrogance and solipsistic thinking occurred in its Rule 146, adopted in about 1974, in which it prescribed the disclosure required to be received by the prospective investors in the case of private placements, even though it also required that the persons permitted to buy securities privately without the benefit of the SEC registration process should be people who were sophisticated, able to "fend for themselves," or if not able to fend for themselves, required to be aided by sophisticated offeree representatives. Even though it limited the potential buyers and offerees to these sophisticated persons, it nevertheless undertook itself to prescribe what the disclosure to them had to be, rather than permit them to decide what they wanted to know".

¹⁴⁵ Idem: "For instance, they had never asked investors what their decisional process was or what information they called for or how they used the information that was available, and whether their thinking about the relevance and materiality of information coincided with what the SEC's thinking was as evidenced by the disclosures required in its forms". Zie tevens, algemeen, H. KRIPKE, "The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities", 45 *N.Y.U.L. REV.* 1151 (1970) (in het bijzonder 1164-70).

¹⁴⁶ C. SCHNEIDER, "Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 121, No. 2 1972-12, 254-305, 265-266.

¹⁴⁷ CARL SCHNEIDER citeert onder meer een toespraak van Homer Kripke op de *Annual Meeting of Banking, Corporation and Business Law Section* van de New York State Bar Association, 27 januari 1972 (zie voetnoten 39 en 40).

contain that information which the investor considers crucial to his investment decision”¹⁴⁸.

30. (...) MET WEINIG BELEIDSIMPACT. Vreemd genoeg bleef de praktische beleidsimpact van deze kritische opmerkingen die in de loop van de jaren zeventig werden geuit, relatief beperkt. Integendeel, sinds de jaren zeventig en vooral in de jaren tachtig werden in Europa, op het niveau van de toenmalige Europese Economische Gemeenschap, pogingen ondernomen tot meer harmonisatie van de informatie; daarmee werd de succesvolle koppeling tussen het informatieparadigma en het harmonisatieparadigma, zoals die in de jaren dertig in de Verenigde Staten had plaatsgevonden, geïmiteerd. Mee als gevolg van het in 1969 gepubliceerde SEGRÉ RAPPORT¹⁴⁹ werden in de jaren zeventig de eerste twee “prospectusrichtlijnen” gepubliceerd, namelijk een richtlijn betreffende “de inhoud van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden bij de opneming van door vennootschappen uitgegeven effecten in de officiële notering aan een effectenbeurs”¹⁵⁰ en een richtlijn betreffende “de coördinatie van de voorwaarden voor de opneming van effecten in de officiële notering aan een effectenbeurs”¹⁵¹. De evolutie ging daarna stapgewijs¹⁵². Een volgende stap werd in 1977 gezet met de aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties¹⁵³. In 1980 ten slotte werd een nieuwe “prospectusrichtlijn 80/390/EEG” goedgekeurd¹⁵⁴. Bij deze harmonisatiebeweging was er weinig aandacht voor de vraag of beleggers de informatie daadwerkelijk lezen¹⁵⁵.

1.4. HET ONTSTAAN VAN EEN “CULTUUR VAN INFORMATIE” EN DE FINANCIËLE CRISIS VAN 2008

31. HET ONTSTAAN VAN EEN “CULTUUR VAN INFORMATIE”. Het is dan ook geen toeval dat het informatieparadigma zich in het hart van het effectenrecht heeft genesteld¹⁵⁶. Er kan gezegd worden dat

¹⁴⁸ B. A. MANN, “Prospectuses: Unreadable or Just Unread? A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections”, 40 *GEO. WASHL. REV.* 222 (1971), 223, voetnoot 10.

¹⁴⁹ Zie uitgebreid verder.

¹⁵⁰ *Pb. C.*, 13 december 1972, afl. 131.

¹⁵¹ *Pb. C.*, 10 maart 1976, afl. 56.

¹⁵² Cf. J. LEBRUN, “La protection de l'épargne publique et la Commission Bancaire”, *R.P.D.B.*, 1979, Complément, tome V, tevens gepubliceerd als Bruylant Brussel, 1979 (462 p.), xxxvii : “[...] la source communautaire qui oblige, par touches successives, à des adaptations en vue de créer les conditions d'harmonisation et de concurrence nécessaire à l'élargissement du marché financier européen”. Cf. tevens J. LEBRUN, “Une première étape vers l'harmonisation des réglementations bancaires”, *Rev. Banque*, 1979, 54 e.v.

¹⁵³ Aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties, *Pb. L.* 20 augustus 1977, afl. 212, 37.

¹⁵⁴ Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb. L.*, 17 april 1980, afl. 100, 1.

¹⁵⁵ Richtlijn 80/390/EEG, tweede considerans stelde eenvoudigweg dat “ter bescherming van de belangen van huidige en potentiële beleggers, in de meeste Lid-Staten van ondernemingen die spaargelden uit het publiek willen aantrekken, waarborgen worden verlangd [...] dat deze waarborgen berusten op de eis van een passende en zo objectief mogelijke informatie betreffende in het bijzonder de financiële positie van de uitgevende instelling en de kenmerken van de effecten waarvoor toelating tot de officiële notering wordt aangevraagd [...]”. De derde considerans vervolgde dat “[...] de vereiste waarborgen van Lid-Staat tot Lid-Staat verschillen, zowel ten aanzien van inhoud en vorm van het prospectus als ten aanzien van de doelmatigheid, de nadere bijzonderheden en het ogenblik van de controle op de verstrekte informatie; dat deze verschillen tot gevolg hebben dat niet alleen de toelating tot de officiële notering aan beurzen van verscheidene Lid-Staten voor de ondernemingen bemoeilijkt wordt, maar dat ook de aankopen door beleggers in een Lid-Staat van aan beurzen in andere Lid-Staten genoteerde effecten worden belemmerd en dat daardoor de financiering van de ondernemingen en de beleggingen in de gehele Gemeenschap bemoeilijkt worden [...]”.

¹⁵⁶ Zie uitgebreid hieronder. Zie tevens, bij wijze van illustratie, S. CHOI en A. PRITCHARD, “Behavioral Economics and the SEC”, 56 *Stan. L. Rev.*, 2003, 1, 71: “[d]isclosure [...] the primary tool of the present U.S. securities regulatory regime”; L. LOSS en J. SELIGMAN, *Securities Regulation* 29 (3d ed. rev. 1998) : “Then too, there is the recurrent theme throughout [the federal securities laws] of disclosure,

in de loop van de vorige eeuw een *cultuur van informatie* is ontstaan¹⁵⁷. Sommige auteurs menen dat deze cultuur van informatie bij de “mini-beurscrash” van 1987 mee kon beletten dat het algemeen vertrouwen in de economie zou aangetast worden in een dergelijke mate dat, zoals na de beurscrash van 1929, een algehele recessie (depressie) zou worden veroorzaakt¹⁵⁸. Het informatieparadigma zou bijgevolg ook het systemisch risico verminderen¹⁵⁹.

32. EFFICIËNTERE INFORMATIESTROMEN. Vooral in de Verenigde Staten werd aandacht besteed aan het efficiënt maken van de informatiestromen. De zogenaamde “Plain English” beweging in de jaren negentig is daar een voorbeeld van – niet het enige voorbeeld – omdat in essentie beoogd werd de beschikbare informatie toegankelijk en leesbaar te maken voor het grote publiek¹⁶⁰: “[a]bout 70 percent of our companies’ shareholders are individual investors, so it made sense to try. We felt we could experiment in the summary section of the document because all of the detailed information is still in the back for those who care to get into the nitty-gritty details”¹⁶¹. Daarnaast werd vanaf het midden van de jaren negentig het internet ook als het middel bij uitstek aanzien om de transactiekosten voor het beschikbaar maken én het opvragen van prospectussen aanzienlijk te verlagen. Dit lag eigenlijk in lijn van de voorspelling die COHEN reeds in de jaren zestig had gemaakt, namelijk dat zodra nieuwe communicatiemiddelen ontstaan, deze onmiddellijk geaccapareerd worden door het effectenrecht¹⁶². Kort gezegd, werd door de Amerikaanse regelgever de aandacht toegespitst op de vermindering van de transactiekosten om het prospectus te verkrijgen, in de veronderstelling dat wanneer deze kosten zouden worden verlaagd, beleggers meer geneigd zouden zijn de beschikbare informatie te consulteren.

33. EFFICIËNTERE INFORMATIESTROMEN (II). Daarnaast hebben ook technologische en maatschappelijke ontwikkelingen de beschikbaarheid van de informatie verbeterd. Ten eerste was er de opkomst van de financiële media, die men kan beschouwen als multiplicatoren – maar ook simplificatoren – van informatie¹⁶³. Berichtgeving in de media kan ook aanleiding geven tot

again disclosure, and still more disclosure. Substantive regulation has its limits. But ‘the truth shall make you free’”; T. PAREDES, “After the Sarbanes-Oxley Act: the Future Disclosure System: Blinded By the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 417-485.

¹⁵⁷ E. III FLETCHER, “Of Crashes, Corrections, and the Culture of Financial Information-What They Tell Us about the Need for Federal Securities Regulation”, 54 *Mo. L. Rev.*, 1989, 515, 548.

¹⁵⁸ Idem. Volgens deze auteur bevestigt dit tevens de legitimiteit van effectenregulering: “Thus the market downturn of 1987 can be seen as an affirmation of the efficacy of the federal securities laws, at least to the extent that those laws require disclosure by publicly held companies. What is startling about that conclusion is that it shows that the federal securities laws have worked approximately the way they were designed to work. What is perhaps even more startling is that their efficacy in the manner designed is surprising.” (E. III FLETCHER, “Of Crashes, Corrections, and the Culture of Financial Information-What They Tell Us about the Need for Federal Securities Regulation”, 54 *Mo. L. Rev.*, 1989, 515, 554).

¹⁵⁹ “Systemic risk” is door de EUROPESE CENTRALE BANK gedefinieerd als “[t]he risk that the failure of one participant in a transfer system, or in financial markets generally, to meet its required obligations will cause other participants or financial institutions to be unable to meet their obligations (including settlement obligations in a transfer system) when due. Such a failure may cause significant liquidity or credit problems and, as a result, might threaten the stability of financial markets” (EUROPEAN CENTRAL BANK, *Glossary*, www.ecb.int/home/glossary/html/gloss.en.html).

¹⁶⁰ G. HATHAWAY en K. GIBSON, “Column: Plain Language: The Word from the Securities and Exchange Commission: Put It In Plain English”, 75 *Michigan Bar Journal*, 1996, 1314. De aanvaarding door de SEC van de Plain English dogmatiek, kan teruggebracht worden naar oktober 1994, toen in een toespraak aan de NATIONAL PRESS CLUB in Washington, D.C., LEVITT, de toenmalige voorzitter van de SEC, aangaf dat de mutual fund industrie in de toekomst een samenvatting zou behoren te maken van de in het prospectus gegeven informatie. Snel – reeds in 1996 – vond deze plain English beweging een ruimere toepassing die substantieel verder ging dan de beleggingsinstellingen. Eén van de eerste ondernemingen die vrijwillig deelnamen aan een plain English project waren BELL ATLANTIC en NYNEX.

¹⁶¹ Idem.

¹⁶² M. H. COHEN, “‘Truth in Securities’ Revisited”, 79 *Harv. L. Rev.*, 1966, 1340, 1376-1377.

¹⁶³ T. PAREDES, “After the Sarbanes-Oxley Act: the Future Disclosure System: Blinded By the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 417, 426.

wetgevende initiatieven of acties van toezichhoudende overheden¹⁶⁴. Ten tweede is de afgelopen jaren de beschikbaarheid van informatie substantieel toegenomen via het internet en de elektronische communicatie – alsook de technische mogelijkheden voor het analyseren van de informatie¹⁶⁵. Mee om deze reden hebben financiële analisten ook hogere verwachtingen inzake de vereiste kwaliteit van de informatie. Daarbij komt nog het risico op latere juridische acties indien bepaalde informatie niet werd vrijgegeven¹⁶⁶, factoren die uitgevende instellingen – en de financiële instellingen die de openbare aanbidding mee helpen vormgeven – ertoe leiden om een maximum aan informatie beschikbaar te maken. PAREDES concludeert dat het informatieparadigma misschien geleid heeft tot de idee dat “Instead of asking, ‘Why disclose?’, the question may be, ‘Why not disclose?’”¹⁶⁷. Hij citeert een CEO als volgt: “[i]f the annual report or quarterly report has to be the size of the New York City phone book, that’s life”¹⁶⁸. De dwang van het continu verstrekken van informatie en de daarmee gepaard gaande verwachtingen op korte termijn van beleggers kunnen één van de redenen zijn om voor een *going private*¹⁶⁹. De cultuur van informatie leidt naar een cultuur van steeds meer informatie, misschien zelfs naar over-informatie¹⁷⁰. Het is tevens deze cultuur van informatie die op haar beurt, een aantal andere domeinen van het recht “besmet”, of, naargelang de beoordeling, “ontsmet”. GEENS gaat recent nog verder en duidt dergelijke beïnvloeding aan als een “*reverse take over*”, waarbij het doelwit, d.i. het vennootschapsrecht, zich bij wijze van verdediging meester maakte van een (stukje) van de bieder [...] het financieel recht” met als gevolg dat het vennootschapsrecht stukken overnam, maar deze impregneerde met zijn eigen karakteristieken¹⁷¹.

34. DEZE CULTUUR VAN INFORMATIE HERBEKEKEN. Men kon de afgelopen jaren een toenemende

¹⁶⁴ Zie L. RIBSTEIN, “Bubble Laws”, 40 *Hous. L. Rev.*, 2003, 77; T. PAREDES, “On The Decision To Regulate Hedge Funds: The SES’s Regulatory Philosophy, Style, And Mission”, *U. Ill. L. Rev.*, 2006, 975, o.m. 1013-1014.

¹⁶⁵ Zie J. COFFEE, “Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation”, 52 *Bus. Law.*, 1997, 1195. Cf. tevens D. LANGEVOORT, “Information Technology and the Structure of Securities Regulation”, 98 *Harv. L. Rev.*, 1985, 747, 757 : “The investment process involves not only the matching of buyers and sellers and the execution of trades between them, but also the collection and dissemination of investment information. Improved technology offers investors access to a wealth of information related to securities. In fact, we have already moved a long way in that direction. [...] The new technology may also reduce investors’ dependence on financial intermediaries for the collection and distribution of information”.

¹⁶⁶ N. H. ARONSON, “Symposium: Enron: Lessons and Implications: Preventing Future Enrons: Implementing The Sarbanes-Oxley Act of 2002”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2002, 127, 128.

¹⁶⁷ PAREDES, “After the Sarbanes-Oxley Act: the Future Disclosure System: Blinded By the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 417, 424-425, 429.

¹⁶⁸ Idem, 430 : “General Electric is just one company volunteering to disclose more information. GE has long been criticized for how it discloses information, especially with respect to its GE Capital business unit. Responding to the desire of the capital markets for more transparency, in 2002 GE announced that it would provide more detailed disclosures. [...] Jeffrey Immelt, GE’s CEO and chairman, said the following about his company’s new approach to disclosure: ‘I want people to think about GE as we think of GE - as a transparent company.’ Immelt continued: ‘If the annual report or quarterly report has to be the size of the New York City phone book, that’s life’”. Zie tevens CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 16, nr. 58.

¹⁶⁹ D. NAPOLITANO en M. WYCKAERT, “Is er leven na de beurs?: Introductie tot de ‘going private’- operatie naar Belgisch recht”, *T.R.V.*, 2002, afl. 3, 161-197 (zie o.m. de discussie in III.A). Zie tevens J. PEETERS en S. ODEURS, “Euronext en de beursgenoteerde vennootschap : listing en delisting”, in : M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 321-352

¹⁷⁰ R. STEENNOT, “Informatieverplichtingen bij beleggingsdiensten” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 783, 795 : “Te veel informatie is nefast, niet enkel omdat het meer kosten creëert voor de gereguleerde ondernemingen, maar ook en vooral omdat het in werkelijkheid leidt tot een reductie van de bescherming van de consument” (het is o.i. echter de vraag of, gezien vanuit het perspectief van de uitgevende instelling, de kost van het informatieparadigma doorgaans niet opweegt tegenover de bescherming die de uitgevende instelling daardoor opbouwt tegen de consument; zie tevens onze analyse in Deel 1, Hoofdstuk 1, afdeling 3).

¹⁷¹ K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het ‘beginsel van de juiste prijs’”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 451, op 452.

mate van kritiek vaststellen aangaande deze cultuur van steeds meer informatie, en dit niet in het minst vanuit de *behavioural finance* hoek en, daarbij aanleunend, de diverse initiatieven van financiële opvoeding die de afgelopen jaren het licht hebben gezien¹⁷². Hierboven werd reeds gesteld dat effectenrecht een dialektisch proces is van crashes en (her)regulering¹⁷³. Het ligt daarom in de verwachting dat de financiële crisis van 2008 verstrekkende gevolgen zal hebben omtrent de reikwijdte en de efficiëntie van, en mogelijk kan leiden tot een herdenken van, het informatieparadigma en de rol die informatie kan spelen bij de bescherming van beleggers. In de volgende afdelingen – en in het bijzonder afdelingen 3 en 4 – besteden we mede hieraan aandacht.

1.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

Prospectusplicht is een wezenlijk onderdeel van het “informatieparadigma”, namelijk de idee dat beleggers geïnformeerde investeringsbeslissingen kunnen nemen (en dus via informatie risico en rendement beter kunnen inschatten) door informatie verplicht beschikbaar te stellen. Waar de democratisering van het spaarwezen tussen 1850 en het begin van de twintigste eeuw de eerste aanzetten gaf tot het informatieparadigma, zorgde de beurscrash van 1929 en de depressie van de jaren dertig van die eeuw voor een radicalisering ervan. Eind jaren dertig was het informatieparadigma in de meeste lidstaten van Europa en de Verenigde Staten een juridisch feit. Niettemin kwam er later langzaam voorzichtige kritiek op het nut van dergelijk informatieparadigma. Dergelijke kritiek verscherpte in de jaren zeventig. Het antwoord dat daarop gegeven werd eind jaren zeventig en in de jaren tachtig verschilde sterk tussen de toenmalige Europese Economische Gemeenschap – waar voornamelijk beoogd werd de prospectusreglementering meer te harmoniseren – en de V.S. – waar voornamelijk beoogd werd de efficiëntie van de informatie te verhogen. Anno 2008 kan men stellen dat het informatieparadigma zich in het hart van het effectenrecht heeft genesteld : in de loop van de vorige eeuw is een “cultuur van informatie” ontstaan. Deze wordt, sinds kort, ook aangezwengeld door de financiële media, het internet en de elektronische communicatie, de hogere verwachtingen gecreëerd door financiële analisten, en een verhoogd risico op latere juridische acties indien bepaalde informatie niet werd vrijgegeven. In de volgende afdeling wordt onderzocht wat de (kosten-)implicaties zijn van dergelijke “cultuur van informatie”.

¹⁷² Zie *Deel 1, Hoofdstuk 1, afdeling 3*.

¹⁷³ Zie de methodologische noten bij *Deel 1 (onder 3)*.

AFDELING 2. NOODZAAK VAN EEN KRITISCHE BENADERING VAN DE PROSPECTUSPLICHT

2.1. OPZET

35. DE DOELSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT KADEREND IN HET RUIMERE EFFECTENRECHT. Volgens haar considerans nr. 10 heeft de Prospectusrichtlijn als doelstelling:

“de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen, overeenkomstig de hoge standaarden die door de relevante internationale gremia zijn vastgesteld”¹⁷⁴.

Deze tweeledige doelstelling – beleggersbescherming en waarborging van de marktefficiëntie – kadert in de fundamentele doelstellingen die de INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) onderscheidt met betrekking tot het effectenrecht in zijn geheel¹⁷⁵, namelijk het beschermen van de beleggers, het correct, efficiënt en transparant maken van de markten, en het reduceren van het systemisch risico¹⁷⁶. Het informatieparadigma poneert dat deze doelstellingen mee kunnen worden bereikt via de verstrekking van informatie. De prospectusplicht is daarvan een typische illustratie. Immers, door informatie verplicht beschikbaar te stellen, worden beleggers beschermd en wordt de efficiëntie van de markt gewaarborgd.

36. DE VRIJHEID EN VERANTWOORDELIJKHEID VAN DE BELEGGER EN DE MARKTEN. Hierbij moet gewezen worden op een fundamentele consequentie van het informatieparadigma. Door te poneren dat deze doelstellingen van het effectenrecht mee kunnen worden bereikt door het verplicht beschikbaar stellen van informatie, heeft het hedendaagse effectenrecht bevestigd dat een belegger *vrij* is in het nemen van een investeringsbeslissing, op voorwaarde dat hij of zij geïnformeerd was, of preciezer, op voorwaarde dat hij of zij geïnformeerd *kon* zijn¹⁷⁷. Anders gezegd, is het informatieparadigma de

¹⁷⁴ Considerans nr. 10 Prospectusrichtlijn. CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 54, op 33 : “The objectives of the Prospectus Directive – investor protection and lowering the cost of capital – are the key priorities for CESR in deciding the best way forward for [the issue of ‘retail cascades’]” (zie omtrent ‘retail cascades’ in detail *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2*).

¹⁷⁵ In een meer academische categorisering van de doelstellingen van het financieel recht stelt JACKSON vijf centrale doelstellingen voorop (H. JACKSON, “Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications”, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 521, 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=839250, 6). Een eerste doelstelling is de bescherming van het algemeen publiek. Er zijn volgens JACKSON twee interpretaties van dit begrip. De eerste interpretatie is de zogenaamde contractbenadering van het effectenrecht en komt overeen met de bescherming die volledig geïnformeerde en volledig rationele beleggers voor zichzelf zouden wensen. De andere interpretatie is meer “paternalistisch” en komt neer op een absolute bescherming van het “algemeen publiek”. Een tweede doelstelling bestaat erin om negatieve externaliteiten van financiële crisissen te elimineren. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om het systemisch risico. Ten derde worden via financieel recht diverse redistributieve doelstellingen nagestreefd. Typisch kan het gaan om regulering die bepaalde activiteiten of bepaalde sectoren steunt of stimuleert. Een vierde doelstelling bestaat uit het promoten van bepaalde aspecten van de politieke economie. Een vijfde, nieuwere doelstelling is tenslotte de strijd tegen terrorisme en financiële misdrijven, zoals witwassen.

¹⁷⁶ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mei 2003, 5-6. Zie in deze context – en het verband tussen de werkzaamheden van de IOSCO en de doelstelling van een “principles based regulation” – tevens A. VAN CAUWENBERGE, “De Belgische regelgeving over de financiële markten : een evenwicht tussen ‘principles based regulation’ en ‘rule based regulation’?”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 893, op 899.

¹⁷⁷ De huidige voorzitter van de SEC, CHRISTOPHER COX, verwoordde dit recent treffend als volgt (in de discussie omtrent “retailization” van hedge funds of hefboomfondsen: “It’s an opportunity for me by the way to say that our regulatory regime in the United States never says retail investors can’t buy things. Rather it says with respect to all kinds of securities offerings, including plain manila stock in a public company, anybody can buy it. They can buy it for a nickel and they can buy only \$1.00 worth, but there has to be disclosure”. Zie C. COX, “Deepening the Transatlantic Marketplace: From Rhetoric to Reality”, Transcript van een conferentie gehouden te Brussel op 29 april 2007, (27 p.), 21-22.

ultieme bevestiging van de autonomie van beleggers om zelf investeringsbeslissingen te nemen, en markten om autonoom te functioneren, en daarvoor de verantwoordelijkheid te dragen¹⁷⁸. De consequentie van de vrijheid om te beleggen op basis van informatie, is dat beleggers ook een verantwoordelijkheid dragen om “geïnformeerde beslissingen” te nemen. Omgekeerd kan en moet ook verwacht worden dat markten de informatie incorporeren en daardoor waarlijk efficiënt zijn. Men kan aldus stellen dat de prospectusplicht – en het onderliggende informatieparadigma – een onderdeel vormt van, en de ultieme bevestiging is van, de vrijheid en autonomie van beleggers en markten, en om die reden een verantwoordelijkheid creëert om op basis van de beschikbare informatie te handelen.

37. GEVOLGEN VOOR HET ONDERZOEK. Er moet beklemtoond worden dat deze consequentie fundamenteel is. Prospectusplicht – en het informatieparadigma – zijn geen natuurfenomenen die voor eeuwig en altijd te aanvaarden zijn. Het zijn onderdelen van een ruimere maatschappijordening die gebaseerd is op de *vrijheid en verantwoordelijkheid van de beleggers en de markten*. Het in vraag stellen van het nut van de prospectusplicht leidt daarom ook tot het in vraag stellen van de maatschappijordening waarvan het onderdeel is. Niettemin is het onze mening dat de vraag gesteld moet worden of de prospectusplicht op een doeltreffende wijze haar ambitie bereikt om beleggers te beschermen, en om de efficiëntie van de markten te waarborgen. Deze Afdeling beoogt in de eerste plaats daartoe een referentiekader te identificeren, wat in de volgende afdelingen kan dienen als aanzet tot analyse.

2.2. DE KOSTEN VAN HET INFORMATIEPARADIGMA

2.2.1. Identificatie van de kosten

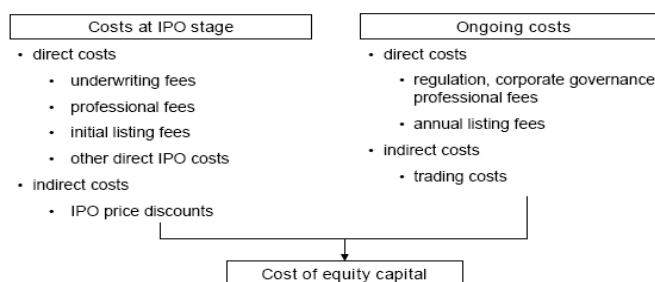
38. DE KOSTEN VAN HET INFORMATIEPARADIGMA EN DE PROSPECTUSPLICHT. Conceptueel kunnen de kosten van het informatieparadigma worden samengevat in een matrix die bestaat uit enerzijds directe kosten en indirecte kosten en anderzijds eenmalige kosten – typisch in het kader van een initial public offering (IPO) – en recurrente kosten¹⁷⁹. De prospectusplicht *sensu stricto* genereert voor het merendeel directe en indirecte *eenmalige* kosten¹⁸⁰, en situeert zich grotendeels op de linkerkolom van volgende figuur.

¹⁷⁸ H. JACKSON, “Regulation in a Multisectoral Financial Services Industry: an Exploration Essay”, 77 *Wash. U. L. Q.*, 1999, 319, 333 : “[i]n some areas of financial regulation, most notably the corporate disclosure rules [...] our legal rules generally reflect the economist's bias in favor of investor autonomy. Those laws principally serve to facilitate the disclosure of accurate and complete information about the financial condition and future prospects of public companies”.

¹⁷⁹ Andere onderscheiden zijn mogelijk. Zo onderscheidt MERRITT FOX enkel twee types kosten : de “inter-firm costs” en de “operational costs”. M. FOX, “Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017, 1022 : “Operational costs are the out-of-pocket expenses and the diversions of management and staff time that issuers incur to provide the information. Interfirm costs arise from the fact that the information provided can put the issuer at a disadvantage relative to its competitors (by allowing them to compete more effectively) and to its major suppliers and major customers (by allowing them to bargain more effectively). The operational costs are the social costs of the issuer's act of disclosure: they are costs both to the individual firm and to society as a whole. The interfirm costs are costs only to the individual firm”.

¹⁸⁰ Eénmaal een uitgevende instelling gekozen heeft voor de toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, zal ook de recurrente kostenstructuur substantieel worden verhoogd. Het opteren voor een IPO zal immers een structurele impact hebben op de uitgevende instelling (zie B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 554-559). Dit zijn echter grotendeels kosten die verband houden met het informatieparadigma, en niet zozeer met de prospectusplicht (die immers slechts één bijzonder facet is van dit informatieparadigma).

Figuur
De componenten van de “cost of equity capital”¹⁸¹



39. **DIRECTE KOSTEN.** Directe kosten zijn de kosten waarbij een uitgevende instelling rechtstreeks betaalt voor het beschikbaar stellen van informatie¹⁸². Dit omvat de kosten voor het verzamelen van de informatie, de kosten van instellingen die betrokken zijn bij de IPO zoals onderwriters, revisoren, externe juridische adviseurs en andere externe partijen, de kosten om “toegelaten” te worden tot de verhandeling op een gereguleerde markt en de kosten te betalen aan de toezichhoudende overheden.

40. **INDIRECTE KOSTEN.** Indirecte kosten zijn typisch *opportuïteitskosten*. Het betreft in de eerste plaats de zogenaamde “IPO discount”¹⁸³ – namelijk het verschil tussen de aandelenprijs waaraan bij de IPO kan worden ingetekend en de – doorgaans hogere – aandelenprijs na de toelating tot de verhandeling, waarnaar typisch verwezen wordt als de “money left on the table”¹⁸⁴. Een andere belangrijke indirecte kost is de “management time”: de aandacht die managers moeten besteden – in dagenlange sessies met advocaten die de strekking van elk woord nauwkeurig toetsen – ten einde te garanderen dat de te verstrekken informatie in alle opzichten accuraat is. Deze tijdsbesteding gaat ten koste van de tijd die had kunnen worden besteed aan de verdere ontwikkeling van de uitgevende instelling. Ook het lange proces van goedkeuring door de toezichhoudende overheid kan een opportuïteitskost inhouden¹⁸⁵; de uitgevende instelling is immers gedeeltelijk lamgelegd tijdens het proces en bovendien is de uitgevende instelling tijdens deze periode doorgaans afgesneden van nieuw kapitaal. Nog een andere belangrijke indirecte kost zijn mogelijke toekomstige aansprakelijkheidskosten, namelijk de kosten waarbij de gegeven informatie potentieel aanleiding zal geven tot gerechtelijke procedures (of dreigingen daartoe) die anderszins niet hadden plaatsgevonden. Aansprakelijkheidsrisico’s voor de instellingen die betrokken zijn bij de IPO zullen worden doorgerekend aan de uitgevende instelling in de vorm van hogere vergoedingen¹⁸⁶.

¹⁸¹ OXERA, “The Cost of Capital: An International Comparison”, juni 2006 (75 p.), 3 en 14.

¹⁸² A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1, 12.

¹⁸³ Zie in een Belgische context L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in: X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 107.

¹⁸⁴ Omtrent “IPO discounting” is zeer veel geschreven. Zie voor recente literatuur, met verwijzingen naar oudere artikels: T. LOUGHRAN en J. RITTER, “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”, *Review of Financial Studies*, 2002, 15, 413-443; R. AGGARWAL, L. KRIGMAN en K. WOMACK, “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lockup Expiration Selling”, *Journal of Financial Economics*, 2002, 66, 105-37; C. BARRY, “Initial Public Offerings Underpricing: The Issuer’s View - A Comment”, *Journal of Finance*, 1989, 44, 1099-1103; H.-C. CHEN en J. RITTER, “The Seven Percent Solution”, *Journal of Finance*, 2000, 55, 1105-1131. Zie tevens, meer algemeen: T. JENKINSON en A. LJUNGQVIST, *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2001 (256 p.), 3 e.v. en S. ANDERSON, T. RANDOLPH BEARD en J. BORN, *Initial Public Offerings: Findings and Theories*, Boston/Dordrecht/Londen, Kluwer Academic Publishers, 1995 (111 p.).

¹⁸⁵ A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1, 12.

¹⁸⁶ E. KITCH, “The Theory and Practice of Securities Disclosure”, 61 *Brook. L. Rev.*, 1995, 763, 770-772.

2.2.2. Wie draagt de kosten?

41. WIE DRAAGT DE KOSTEN? Het merendeel van de kosten zal zich vertalen in een verhoogde kapitaalkost (cost of equity capital). Een uitgevende instelling die bijvoorbeeld een bedrag van x EUR zou ophalen, zal uiteindelijk slechts een bedrag van $z=x-y$ EUR gerealiseerd zien, waarbij y staat voor alle directe en indirecte kosten. Deze kosten zullen in principe uitiem gedragen worden door de beleggers, in hun hoedanigheid van aandeelhouder van de uitgevende instelling¹⁸⁷. Indien de kosten te hoog zijn, komt bovendien een sociale kost voor de maatschappij tot uiting, doordat de vlotte creatie van investeringsmogelijkheden in het gedrang komt, en dat als gevolg daarvan zinvolle projecten niet kunnen worden gerealiseerd¹⁸⁸.

2.3. DE GEVOLGEN VAN DIVERGENTE KOSTENSTRUCTUREN

2.3.1. Globalisering

42. GLOBALIZERENDE ECONOMIE : STUDIE VAN OXERA (2006). Voormeld bedrag y varieert van jurisdictie tot jurisdictie. Bepaalde directe of indirecte kosten kunnen immers hoger zijn door een gebrekkige regulering of divergerende marktfactoren. Het is bijgevolg geen toeval dat in een globale economie dit bedrag y ook steeds meer vanuit een globaal perspectief bekeken – en vergeleken – wordt¹⁸⁹. Een illustratie daarvan vormt een studie gepubliceerd in juni 2006 door OXERA. Deze studie werd uitgevoerd in opdracht van de CITY OF LONDON EN DE LONDON STOCK EXCHANGE, en had als doel om de kapitaalkosten voor uitgevende instellingen die voor de eerste maal toegelaten worden tot de handel te vergelijken voor respectievelijk de NYSE, Nasdaq, Euronext, de London Stock Exchange en de Deutsche Börse¹⁹⁰.

43. SIGNIFICANTE VERSCHILLEN OP HET NIVEAU VAN DE IPO. Wat betreft de kosten op het niveau van de IPO, concludeerde deze studie dat de Londen Stock Exchange significant “goedkoper” is dan NYSE of Nasdaq, voornamelijk doordat de underwriting fees voor verrichtingen in de Verenigde Staten systematisch hoger zijn¹⁹¹. De andere directe kosten – zoals de kosten voor juridische of boekhoudkundige adviesverlening, marketingkosten, enz. – hangen sterk af van de aard van de uitgevende instelling en de verrichting; toch bleek ook voor deze kosten – hoewel er geen significante verschillen konden worden bewezen – onder de geïnterviewde participanten een perceptie te bestaan dat deze kosten in Londen hoger zijn dan in Frankfurt en Parijs, maar niet zo hoog als in New York (voornamelijk wegens de SOx)¹⁹². De initiële kosten om toegelaten te worden tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (initial listing fees) zijn nagenoeg verwaarloosbaar als component; meestal bedraagt deze kost minder dan 0,1% van het bedrag dat wordt opgehaald¹⁹³. Wat de indirecte kosten

¹⁸⁷ R. BEATTY en I. WELCH, “Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings”, 39 *J.L. & Econ.*, 1996, 545; A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1, 12.

¹⁸⁸ Zie verder *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 5*.

¹⁸⁹ COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON), *Interim Report*, 30 november 2006 (152 p.), 1-2 : “[F]or much of the 60 years since the end of World War II, firms raising capital did not so much choose to come to the United States, they came naturally. Today, the forces at work are increasingly different. Firms must choose to come to the United States to raise capital: they do not have to come. U.S. financial markets need to attract business that has a choice, and therefore how our markets are regulated by rules and laws really does matter today.”

¹⁹⁰ OXERA, “The Cost of Capital: An International Comparison”, juni 2006 (75 p.).

¹⁹¹ Idem, 3 : “Underwriting fees differ significantly depending on listing venue. While they are similar for transactions on the European exchanges (3–4% on average), on US transactions underwriting fees are significantly higher (fees of 6.5–7% are most common). On average, therefore, IPO receipts are more than 3% lower in the USA than in Europe. Underwriting fee differences also apply to equity issues after flotation”.

¹⁹² Idem, 4.

¹⁹³ Overigens kan worden opgemerkt dat voor wat de *recurrente kosten* betreft, de verhandelingskosten voor institutionele beleggers op de

betreft, is de “IPO discount” een substantiële kost van een IPO, maar de studie vond geen bewijs van systematische verschillen in de jurisdicties¹⁹⁴.

44. TOENEMENDE GLOBALE CONCURRENTIE. De concurrentie tussen verschillende markten voor het aantrekken van kapitaal is uiteraard niet nieuw¹⁹⁵. Ze neemt echter door de globalisering en de informatietechnologie wel toe. Volgens het COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION vonden in 2005 vierentwintig van de vijftientig grootste IPOs en in 2006 negen van de tien grootste IPOs buiten de Verenigde Staten plaats¹⁹⁶. In de periode tussen 2004 en 2006 heeft de Londense markt haar aandeel in de globale IPO markt verhoogd van ongeveer 5% tot bijna 25%¹⁹⁷. Daarnaast bieden zich ook nieuwe concurrerende markten aan – zoals China – om aldaar een openbare aanbidding te doen¹⁹⁸. De huidige voorzitter van de SEC heeft het over een win-win concurrentie : “it’s hard to see how we can’t win from this competition. What’s happening is that there are now more places that you can raise money around the world than ever before. This is a great success in part for the T[r]ans-Atlantic cooperation because we have a lot more market economies than we ever used to”¹⁹⁹. Het is niet duidelijk of dergelijke win-win redenering ook juist is²⁰⁰. In het interim rapport van het COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION wordt gesteld dat de effectenmarkten van de Verenigde Staten minder concurrentieel zijn geworden, waardoor het voornaamste instrument om de behoefte aan financiering en het aanbod aan financieringsmiddelen wordt aangetast²⁰¹. Bovendien wordt in dat rapport het regionaal belang van de effectenindustrie onderstreept: de financiële markten in de V.S. zijn goed voor 8,1% van het totale BNP van de Verenigde Staten. In 2005 stelde de financiële sector in de V.S. ongeveer 6 miljoen werknemers te werk (ongeveer 5% van de gehele tewerkstelling in de V.S.). In New York City alleen was de effectenindustrie in 2005 goed voor 4,7% van de totale tewerkstelling,

secundaire markt (trading costs) het laagst zijn voor de NYSE, gevolgd door de LSE, daarna Euronext en de Deutsche Börse en daarna Nasdaq (Idem, 4-5 : “The direct costs of trading (brokerage commissions and fees) incurred by institutional investors differ significantly across countries. The direct trading costs, excluding stamp duty, were between 0.7bp and 3.4bp lower on the LSE than on the other exchanges examined in this study. The ‘market impact’ measure of indirect trading costs (i.e., effective spreads) suggests that, over the period, NYSE had the lowest costs, followed by Deutsche Boerse, Euronext (France), the LSE and Nasdaq. Overall, total trading costs incurred by institutional investors in the sample were lowest on the NYSE (23.5bp), followed by the LSE (25.5bp excluding stamp duty). Total trading costs in France and Germany are similar (27bp), with Nasdaq ranking behind (30.8bp)”).

¹⁹⁴ Idem, 4 : “For the average IPO, first-day returns amount to 10–15% or more. Estimates differ markedly across time and companies, making a crossmarket comparison difficult. Overall, there is little evidence of systematic differences in discounting across exchanges. Importantly, the higher underwriting fees on US transactions do not appear to be compensated by lower IPO discount levels”.

¹⁹⁵ Zie vb. de concurrentie die reeds in de jaren tachtig van vorige eeuw plaatsvond (A. BRUYNEEL, “La réforme financière de 1990. Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers”, *J.T.*, 1991, 549-563, op 550); E. WYMEERSCH, “Het Noteringscomité te Brussel tussen verleden en toekomst”, ongepubliceerd manuscript, 1986 (26 p.), op 21.

¹⁹⁶ COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON), *Interim Report*, 30 november 2006 (152 p.), op 30. Zie tevens W. CLARKE, *How the City of London Works – An introduction to its Financial Markets*, Londen, Sweet & Maxwell, 2004 (159 p.), 116-125.

¹⁹⁷ Idem, op 32. In de eerste negen maanden van 2006 besloten daarenboven 11 Amerikaanse uitgevende instellingen hun effecten niet toe te laten tot de verhandeling op een markt in de Verenigde Staten, maar in Londen.

¹⁹⁸ Ch. LIU, *Chinese Company and Securities Law*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008 (425 p.), 327-328.

¹⁹⁹ C. COX, “Deepening the Transatlantic Marketplace: From Rhetoric to Reality”, Transcript conferentie gehouden te Brussel op 29 april 2007, (27 p.), 22.

²⁰⁰ Zie, met betrekking tot de interactie tussen mededinging, dominantie, en internationale coördinatie van regulering, S. GADINIS, “The Politics of Competition in International Financial Regulation”, Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper No. 15, juni 2008 (90 p.) : “This Article argues that the success or failure of international policy coordination depends on the strength of a competitive challenge facing the dominant center and the importance to foreign market participants of entering the dominant center’s jurisdiction” (op 84).

²⁰¹ Idem, 1 en 24 e.v. : “The U.S. public capital markets play a vital role in the U.S. economy. They are the principal vehicle through which companies raise and price their capital. They are the principal repository for individual and institutional investment. The competitiveness of the U.S. economy and the global economic leadership of the United States depend on the strength of these markets. We should, therefore, be concerned by the United States’ loss of competitiveness. The evidence presented here suggests that, while there may be a number of factors at work, the threat to U.S. competitiveness appears to be real and growing”.

20,7% van de totale lonen, en 14,1% van het totale jaarlijkse bruto inkomen²⁰². Deze cijfers tonen het aanzienlijke belang van een industrie aan, die in toenemende mate ook onderhevig is aan de wetmatigheden van een globaliserende economie²⁰³.

2.3.2. De Europese integratie

45. TOENEMENDE EUROPESE CONCURRENTIE – ILLUSTRATIE IN NEDERLAND. Nu wegens de verregaande²⁰⁴ harmonisatie door de Prospectusrichtlijn concurrentie inzake de kwaliteit van de informatieverstrekking (in principe²⁰⁵) grotendeels is uitgesloten, bestaat de mogelijkheid dat de lidstaten de kosten van de toezichhoudende overheid trachten te reduceren om zo uitgevende instellingen aan te trekken die ook de effectenindustrie, met name de instellingen die bij het IPO betrokken zijn, stimuleren. Een treffende illustratie daarvan vormt het parlementair debat in Nederland bij de omzetting van de Prospectusrichtlijn : “[De leden van de CDA-fractie] begrijpen echter absoluut niet waarom de AFM hierin veel duurder is en veel meer kosten in rekening brengt dan Euronext. [...] Kan de regering dit verklaren? En hoe ligt dit in het buitenland, volgens informatie van de leden van de CDA-fractie zijn de kosten van controle van het prospectus ook in de ons omringende landen veel goedkoper. Kan de AFM daar wat van leren?”²⁰⁶.

46. TWEDE ILLUSTRATIE. Een andere illustratie menen we te kunnen vinden in het debat omtrent artikelen 2.1.m.iii) en 32 Prospectusrichtlijn, die een uitzonderingsbepaling bevatten voor uitgevende instellingen met statutaire zetel in een derde land (namelijk buiten de E.E.R.). In *Afdeling 14* wordt in detail onderzocht hoe voornamelijk Angelsaksische advocatenkantoren de voordelen van de “eigen” jurisdictie sterk benadrukt hebben, waarbij het niet is uitgesloten dat deze kantoren veeleer geïnspireerd waren door de potentiële niet-E.E.R. klanten – lees: Amerikaanse, Russische, Chinese of Indische ondernemingen – die “voor eens en voor altijd” een keuze voor een bepaalde jurisdictie zouden maken.

47. DERDE ILLUSTRATIE. In een serie van arresten – *Segers*²⁰⁷, *Centros*²⁰⁸, *Überseering*²⁰⁹ en *Inspire*

²⁰² Idem, 1-2 en 24 e.v.

²⁰³ Cf. P. MAYSTADT, “Les objectifs et les motivations”, in : CENTRE JEAN RENAULD (G. HORSMANS) (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, (272 p.), 1-9, 9 : “En conclusion, il me paraît essentiel que les autorités publiques et le secteur financier belge continuent à travailler ensemble sur le triple plan du cadre juridique, de la déontologie et de l’infrastructure informatique. Ce n’est qu’à cette condition que nous pourrons valoriser au mieux nos ressources humaines et relever le défi que nous est lancé, à savoir le développement de marchés financiers efficaces, crédibles et concurrentiels, au service d’une économie dynamique tenant son rang dans le grand marché européen”.

²⁰⁴ Omtrent het harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn zie *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1*.

²⁰⁵ Dit zal met name onderzocht worden in *Deel 2*.

²⁰⁶ Wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 ter implementatie van richtlijn nr. 2003/71/EG, Nr. 10 *Nader Verslag*, 27 mei 2005, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004–2005*, 30.013, nr. 10, 2-3. Zie verder : “[...] De leden van de CDA-fractie nemen geen genoegen met een antwoord dat de prijzen kostendekkend zullen zijn. Want waarom liggen anders kostendekkende prijzen bij de AFM hoger dan bij andere instanties in binnen- en buitenland? De regering moet er juist op toezien dat kosten verlaagd worden. [...] Voor de leden van de CDA-fractie is dit een buitengewoon zwaar punt waar echt opheldering over moet komen”.

²⁰⁷ HvJ 79/85, *D. H. M. Segers tegen Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*, *Jur.* 1986, 2375.

²⁰⁸ HvJ C-212/97, *Centros Ltd tegen Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459. Zie hierover o.m. K. GEENS, “Tien voorstellen voor hervorming van het vennootschapsrecht”, in X., *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Brussel, Bruylant, 2004 (1198 p.), 471-485 (in het bijzonder 473-475); G. KEMPERINK en J. STUYCK, “The thirteenth company law directive and competing bids”, *Common Market Law Review*, 2008, 93-130, 112..

²⁰⁹ HvJ C-208/00, *Überseering BV tegen Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, *Jur.*, 2002, I-9919. Zie hierover, in detail, E. WYMEERSCH, “De zetelverplaatsing in het vennootschapsrecht”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 757-770, die noteert dat “er spanning [zal] ontstaan tussen het vennootschapsrecht en de Verdragsvrijheid. Gelet op de hiërarchie van de normen moet deze laatste primeren” (op 765).

*Art*²¹⁰ – heeft het Hof van Justitie bevestigd dat voor de toepassing van de bepalingen inzake het recht van vestiging het niet van belang is dat een vennootschap in een lidstaat enkel is opgericht met het doel zich te vestigen in een tweede lidstaat, om daar haar voornaamste, zo niet al haar economische activiteiten te ontplooien²¹¹. De redenen waarom een vennootschap voor oprichting in een lidstaat kiest, hebben, afgezien van gevallen van fraude, immers geen gevolg voor de toepassing van de regels inzake de vrijheid van vestiging²¹². De “real seat” doctrine kan bijgevolg niet langer meer aangewend worden zoals voorheen om vreemde vennootschappen het recht te ontzeggen om onder de vrijheid van vestiging van art. 48 EG zich te vestigen in een andere lidstaat²¹³. In de lijn van deze rechtspraak – of via de omweg van de *societas europeana*²¹⁴ – kan een uitgevende instelling – al dan niet een *special purpose vehicle* – relatief makkelijk worden gevestigd in een bepaalde jurisdictie, ook al vinden de meeste commerciële activiteiten buiten deze jurisdictie plaats²¹⁵.

2.4. TOENEMENDE CONCURRENTIE

48. TOENEMENDE CONCURRENTIE. Gezien vanuit dit perspectief oogt de vraag naar de kosten die de prospectusplicht met zich meebrengt, niet onschuldig. Uiteraard moeten de kosten die gepaard gaan met de informatieregels genuanceerd worden vergeleken: het is niet zo dat uitgevende instellingen automatisch zullen kiezen voor een jurisdictie waar deze kosten zo laag mogelijk zijn. Er zijn immers andere factoren die meespelen. Zo wordt doorgaans gesteld dat een notering in de Verenigde Staten een waarderingpremie oplevert van ongeveer 30% door de hoge standaarden van corporate governance²¹⁶. Niettemin valt het te verwachten dat uitgevende instellingen in toenemende mate zullen kunnen kiezen in welke jurisdicties ze hun effecten zullen aanbieden of in welke jurisdictie ze tot de de

²¹⁰ HvJ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam tegen Inspire Art Ltd.*, *Jur.*, 2003, I-10155, r.o. 105: “Derhalve moet worden geconcludeerd dat de artikelen 43 EG en 48 EG zich verzetten tegen een nationale wettelijke regeling als de WFBV, die de vrijheid van vestiging van een filiaal in die lidstaat door een vennootschap die in overeenstemming met de wettelijke regeling van een andere lidstaat is opgericht, afhankelijk stelt van bepaalde voorwaarden betreffende het minimumkapitaal en de aansprakelijkheid van de bestuurders, die in het nationale recht voor de oprichting van vennootschappen worden gesteld. De redenen waarom de vennootschap in de eerste lidstaat is opgericht en de omstandigheid dat zij haar werkzaamheden uitsluitend of nagenoeg uitsluitend in de lidstaat van vestiging uitoefent, ontnemen haar niet het recht, zich op de door het Verdrag gewaarborgde vrijheid van vestiging te beroepen, tenzij er sprake is van misbruik, hetgeen van geval tot geval moet worden vastgesteld”.

²¹¹ R.o. 16, HvJ 79/85, *D. H. M. Segers tegen Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*, *Jur.* 1986, 2375; r.o. 17 HvJ C-212/97, *Centros Ltd tegen Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459; r.o. 95 HvJ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam tegen Inspire Art Ltd.*, *Jur.*, 2003, I-10155.

²¹² R.o. 18 HvJ C-212/97, *Centros Ltd tegen Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459; r.o. 96 HvJ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam tegen Inspire Art Ltd.*, *Jur.*, 2003, I-10155.

²¹³ Vgl. J. WOUTERS, “Europees vennootschapsrecht : quo vadis?”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblo, 1999, 315-321; K. GEENS, “Over transnationale zetelverplaatsing”, in: *Liber Amicorum Frans Bouckaert*, Leuven, Universitaire Pers, 2000, 565; K. GEENS, “De zetelverplaatsing van de Europese vennootschap als vrij vestigingsvehikel”, in: *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 1025; HANSEN en T. VON HIPPEL, “Commentary on Art. 9”, in: K. HOPT, W. R. WALZ, T. VON HIPPEL en V. THEN (eds.), *The European Foundation: A New Legal Approach*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006, 190 (288 p.). Zie tevens Ch. KERSTING and C. Ph. SCHINDLER, “The ECJ’s Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice”, 4 *German Law Journal*, nr. 12, 2003.

²¹⁴ Verordening (EG) nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE), *Pb. L.*, 10 november 2001, afl. 294, I. Zie o.m. (geheel zonder exhaustief te zijn): A. FAYT, “La société européenne: aspects de droit communautaire et de droit belge (Première partie)”, *JT*, nr. 6216, 10/2006, 157. M. WAUTERS, “Europese vennootschap: curiosum of katalysator voor een nieuwe harmonisatiegolf?”, *T.B.H.*, 2002, 157-160; Ch. CASTELEIN, “De Societas Europaea: nuttig instrument of maat voor niets? Bijdrage over een toekomstige vennootschapsvorm, met bijzondere aandacht voor het I.P.R.”, *Jura Falconis*, 2002-2003, nr. 1; E. WYMEERSCH, “Quelques réflexions sur la Societas Europaea (SE)”, in: Y. POULLET, P. WERY, P. WYNANTS (eds.), *Liber Amicorum Michel Coipel*, Brussel, Kluwer, 2004 (841 p.), 805-816.

²¹⁵ Zie omtrent deze “regulatory competition”: CH. KIRCHNER, R. PAINTER en W. KAAL, “Regulatory Competition in EU Corporate Law After Inspire Art: Unbundling Delaware’s Product for Europe”, *U. Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-001*, 2004 (50 p.).

²¹⁶ ERNST & YOUNG, *Insights 2006*, 2006 (36 p.), 18.

gereguleerde markt willen worden toegelaten. De hierboven geciteerde studies van OXERA en COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION lijken dat te bevestigen. Maar ook juridisch wordt sinds de aangehaalde arresten van het Hof van Justitie en via de Prospectusrichtlijn een betekenisvolle mogelijkheid gegeven aan uitgevende instellingen om, binnen de E.E.R., niet alleen de jurisdictie te kiezen waar de aanbieding wordt gedaan of waar de effecten toegelaten zullen zijn tot de gereguleerde markt, maar ook – en zelfs – de toezichhoudende overheid te kiezen²¹⁷. Om deze reden zal dienen scherpgesteld worden hoe de doelstellingen van de prospectusreglementering door de geharmoniseerde prospectusplicht worden bereikt, om vervolgens te beoordelen of deze doelstellingen inderdaad in alle onderzochte jurisdicties op gelijke wijze worden bereikt, en aan welke kost. Deze vraag brengt ons bij de volgende afdeling.

2.5. TUSSENTIJD BESLUIT

Prospectusplicht – en het onderliggende informatieparadigma – vormen een onderdeel van, en zijn de ultieme bevestiging van, de vrijheid en autonomie van beleggers en markten, en creëren om die reden verantwoordelijkheid om op basis van de beschikbare informatie te handelen. Dergelijke onderliggende maatschappijordening – gebaseerd op vrijheid en verantwoordelijkheid – kan in vraag gesteld worden. Met name rijst de vraag of de prospectusplicht op een doeltreffende wijze haar ambities bereikt. De kosten van de prospectusplicht zijn immers niet gering. Er is gewezen op directe en indirecte kosten, eenmalige en recurrente kosten. Deze kosten worden gedragen door de beleggers, in hun hoedanigheid van aandeelhouder van de uitgevende instelling, en door de maatschappij, waarbij in het slechtste geval zinvolle projecten niet gefinancierd worden. De globaliserende financiële markten hebben deze kosten bovendien meer dan ooit relevant gemaakt. Er is in dat opzicht aangetoond dat significante verschillen inzake IPO kosten bestaan op globaal niveau, en dat er indicaties zijn dat zowel in de trans-Atlantische verhouding als binnen de Europese Unie, mee op basis van de kosten geconcurrereerd wordt om uitgevende instellingen (en IPO's) aan te trekken. Het kostenaspect van de prospectusplicht is relevant. Een lagere kostenstructuur kan de efficiëntie van financiële intermediaatiedienstverlening – namelijk het samenbrengen van het aanbod en de vraag tot financiering – verhogen. Daarbij moet evenwel gepreciseerd worden dat een verlaging van de kostprijs ten nadele van het bereiken van de doelstellingen van de prospectusplicht moet vermeden worden.

²¹⁷ Zie daaromtrent in detail *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 1*.

AFDELING 3. BELEGGERSBESCHERMING ALS “ONEIGENLIJKE” DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT

3.1. OPZET

49. BELEGGERSBESCHERMING ALS DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT. Vertrekkende van de stelling dat op voorwaarde dat de doelstellingen op gelijke wijze worden bereikt, een prospectusplicht die minder kosten impliceert beter is dan een prospectusplicht die meer kosten impliceert, rijzen twee vragen: wat zijn de doelstellingen van de prospectusplicht, en hoe worden deze doelstellingen gerealiseerd. Hierboven, in *Afdeling 2.1*, werd reeds verwezen naar de twee doelstellingen van de prospectusplicht die in considerans nr. 10 van de Prospectusrichtlijn worden aangemerkt, namelijk: (i) het beschermen van beleggers; en (ii) het waarborgen van de marktefficiëntie. In deze afdeling wordt ingegaan op deze eerste doelstelling, namelijk de prospectusplicht als vorm van *rechtstreekse* beleggersbescherming²¹⁸.

3.2. VERANKERING VAN BELEGGERSBESCHERMING IN HET RECHT

3.2.1. Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening

50. BELEGGERSBESCHERMING ALS DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN EN DE PROSPECTUSVERORDENING. De beleggersbescherming neemt als uitdrukkelijke, rechtstreekse, doelstelling van de Prospectusrichtlijn een voornamelijke plaats in. Zo wordt in deze richtlijn uitdrukkelijk naar de doelstelling van beleggersbescherming verwezen in consideransen nrs. 12²¹⁹, 16²²⁰, 18²²¹, 19²²², 20²²³, 21²²⁴, 29²²⁵ alsook artikelen 21.3²²⁶, 21.4²²⁷ en 23.2.2²²⁸. Ook de Prospectusverordening bevat uitdrukkelijke verwijzingen naar de “bescherming van de belegger” (zie art. 28.5 Prospectusverordening, en impliciet considerans nr. 30²²⁹).

²¹⁸ Deze afdeling analyseert enkel de prospectusplicht vorm van *rechtstreekse* beleggersbescherming. De prospectusplicht als vorm van *onrechtstreekse* beleggersbescherming – namelijk de bescherming aan beleggers via de verhoogde efficiëntie en transparantie van de markten – wordt besproken in *Deel 1, Hoofdstuk 1, afdeling 4*.

²¹⁹ “Ter bescherming van de beleggers dienen effecten met en zonder aandelenkarakter te worden bestreken [...]”(eigen cursivering).

²²⁰ “Een van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers, met de uiteenlopende behoefte aan bescherming [...]”.

²²¹ “Samen met gedragsregels bevordert de verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instellingen ervan de bescherming van de beleggers [...]”(eigen cursivering).

²²² “In alle lidstaten dienen waarborgen ter bescherming van de belangen van huidige en potentiële beleggers te worden geboden, zodat dezen in staat worden gesteld deze risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen [...]”(eigen cursivering).

²²³ “De harmonisatie van de in het prospectus te vermelden informatie moet resulteren in een bescherming van beleggers die overal in de Gemeenschap gelijkwaardig is [...]” (eigen cursivering).

²²⁴ “Informatie is een wezenlijk element in de bescherming van de belegger [...]”(eigen cursivering).

²²⁵ “[...] zonder dat aan de bescherming van de beleggers afbreuk wordt gedaan” (eigen cursivering).

²²⁶ “[...] indien zulks noodzakelijk is voor de bescherming van de beleggers” (eigen cursivering).

²²⁷ “[...] teneinde de bescherming van de beleggers en de goede werking van de markt te garanderen” (eigen cursivering).

²²⁸ “[...] alle passende maatregelen ter bescherming van de beleggers” (eigen cursivering).

²²⁹ “Wanneer uitgevende instellingen, aanbieders of aanvragers van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt informatie door middel van verwijzing opnemen, streven zij ernaar geen afbreuk te doen aan de bescherming van de belegger wat de begrijpelijkheid en de toegankelijkheid van de informatie betreft” (eigen cursivering). Cf. tevens considerans nr. 30 Prospectusverordening : “Met de [...] toegestane opneming van informatie door middel van verwijzing wordt beoogd de opstelling van een prospectus eenvoudiger en goedkoper te maken. Deze doelstelling mag echter niet worden verwezenlijkt door afbreuk te doen aan andere belangen die het prospectus geacht wordt te beschermen [...]” (eigen cursivering).

3.2.2. MiFID en Transparantierichtlijn

51. VERGELIJKING MET DE MiFID EN DE TRANSPARANTIERICHTLIJN. De rol van beleggersbescherming als rechtstreeks doeleinde van effectenrecht gaat verder dan de prospectusreglementering alleen. Ook in MiFID bekleedt de doelstelling om beleggers te beschermen een voorname plaats²³⁰, zoals blijkt uit consideransen nrs. 31²³¹, 44²³², 71²³³, maar ook de hele afdeling twee – de “Bepalingen ter bescherming van de belegger” – en met name artt. 19²³⁴, 20²³⁵, 21²³⁶, 22²³⁷, 23²³⁸. Er zijn verder talloze verwijzingen naar de “beleggersbescherming” als rechtstreekse doelstelling van de MiFID-uitvoeringsrichtlijn – zoals met name consideransen nrs. 5²³⁹ en 44²⁴⁰ alsook de

²³⁰ O.i. zijn sommige MiFID regels wel degelijk vormen van rechtstreekse beleggersbescherming; zie verder.

²³¹ “Deze richtlijn strekt onder meer tot bescherming van de beleggers. Maatregelen ter *bescherming van de belegger* dienen daarom te worden aangepast aan de bijzondere kenmerken van elke beleggerscategorie (niet-professionele beleggers, professionele beleggers en tegenpartijen)” (eigen cursivering).

²³² “In de dubbele optiek van *beleggersbescherming* en een goede werking van de effectenmarkten dient de transparantie van transacties te worden gewaarborgd en moeten de regels die met het oog daarop zijn vastgesteld, van toepassing zijn op beleggingsondernemingen wanneer zij op de markt activiteiten ontplooiën. Teneinde *beleggers* of marktdeelnemers te allen tijde in staat te stellen de voorwaarden van een door hen overwogen aandelentransactie te beoordelen en achteraf te verifiëren onder welke voorwaarden deze transactie is uitgevoerd, moeten gemeenschappelijke regels worden vastgesteld voor de openbaarmaking van bijzonderheden over uitgevoerde aandelentransacties en voor de verstrekking van bijzonderheden over de op een gegeven moment bestaande handelsmogelijkheden [...]” (eigen cursivering).

²³³ “De verwezenlijking van de doelstelling om een geïntegreerde financiële markt tot stand te brengen *waarop de beleggers afdoende bescherming genieten* en de efficiëntie en integriteit van de markt als geheel gewaarborgd zijn, vereist de vaststelling van een gemeenschappelijke regelgeving die geldt voor alle beleggingsondernemingen [...] en die tevens de werking van gereglementeerde markten en andere handelssystemen regelt om te voorkomen dat de ondoorzichtigheid of verstoring van één markt de efficiënte werking van het gehele Europese financiële stelsel ondermijnt [...]” (eigen cursivering).

²³⁴ Art. 19 MiFID bepaalt de bij het verrichten van beleggingsdiensten voor cliënten in acht te nemen gedragsregels. Zie tevens de uitdrukkelijke verwijzing naar “beleggersbescherming” in art. 19.10 MiFID: “Om *beleggers afdoende bescherming* te bieden en een uniforme toepassing van de leden 1 tot en met 8 te garanderen, stelt de Commissie [...] uitvoeringsmaatregelen vast om ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen de in genoemde leden neergelegde beginselen in acht nemen wanneer zij beleggingsdiensten of nevendiensten voor hun cliënten verrichten [...]” (eigen cursivering).

²³⁵ Art. 20 MiFID bepaalt de regels inzake het verrichten van diensten via een andere beleggingsonderneming.

²³⁶ Art. 21 MiFID voert een “best execution” regime in, nl. de verplichting om orders tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uit te voeren. Zie tevens art. 21.6: “Om de *beleggers afdoende bescherming te bieden*, de goede en ordelijke werking van de markten te waarborgen en een uniforme toepassing van de leden 1, 3 en 4 te garanderen, stelt de Commissie [...] uitvoeringsmaatregelen vast betreffende [o.m.] de criteria ter bepaling van het relatieve gewicht van de verschillende factoren die [...] in aanmerking kunnen worden genomen om het best mogelijke resultaat te bepalen, rekening houdend met de omvang en de soort van de order en met de vraag of de cliënt een niet-professionele belegger dan wel een professionele cliënt is [...]” (eigen cursivering).

²³⁷ Art. 22 MiFID bepaalt regels voor de verwerking van orders van cliënten. Zie in het bijzonder tevens art. 22.3 MiFID: “Om te waarborgen dat in de maatregelen *ter bescherming van de beleggers* en van de billijke en ordelijke werking van de markten met de technische ontwikkelingen op de financiële markten rekening wordt gehouden en tevens een uniforme toepassing van de leden 1 en 2 te garanderen, stelt de Commissie [...] uitvoeringsmaatregelen vast ter omschrijving van [o.m.] de voorwaarden en aard van de procedures en regelingen die resulteren in een onmiddellijke, billijke en vlotte uitvoering van orders van cliënten en de situaties waarin of categorieën transacties waarvoor beleggingsondernemingen redelijkerwijs van onmiddellijke uitvoering van orders mogen afwijken teneinde voordeliger voorwaarden voor hun cliënt(en) te bedingen [...]” (eigen cursivering).

²³⁸ Art. 23 MiFID bepaalt de verplichtingen van beleggingsondernemingen wanneer “verbonden agenten” zijn aangewezen.

²³⁹ “In de uitvoeringsvoorschriften van het regelgevingskader met de voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening bij de verrichting van beleggings- en nevendiensten en beleggingsactiviteiten moet het doel van dat regelgevingskader tot uiting komen. Met andere woorden, ze moeten zorgen voor een *hoog niveau van bescherming van de belegger* dat via de invoering van duidelijke standaarden en eisen inzake de relatie tussen een beleggingsonderneming en haar cliënt op uniforme wijze wordt toegepast. Wel moet ten aanzien van de *bescherming van de belegger* en met name de verstrekking van informatie aan en de inwinning van informatie bij de belegger rekening worden gehouden met de vraag of de betrokken cliënt of potentiële cliënt een niet-professionele of een professionele belegger is” (eigen cursivering).

²⁴⁰ “Er moeten passende en evenredige informatievoorschriften worden vastgesteld waarin rekening wordt gehouden met de status van een cliënt als niet-professionele dan wel professionele belegger. Richtlijn 2004/39/EG heeft onder meer ten doel een passend evenwicht te

uitzonderingsprocedure van art. 4.1²⁴¹ en van de MiFID-uitvoeringsverordening, en met name art. 16 daarvan²⁴². Ten slotte verwijst ook de Transparantierichtlijn²⁴³ naar de beleggersbescherming als doeleinde van deze richtlijn, zoals verder bepaald in consideransen nrs. 1²⁴⁴, 5²⁴⁵, 7²⁴⁶, 27²⁴⁷ en 36²⁴⁸.

waarborgen tussen enerzijds *bescherming van de belegger* en anderzijds de informatieverplichtingen van beleggingsondernemingen. Daartoe is het aangewezen dat in deze richtlijn ten aanzien van professionele cliënten minder stringente informatievereisten worden opgenomen dan ten aanzien van niet-professionele cliënten. Professionele cliënten moeten immers behoudens beperkte uitzonderingen zelf kunnen uitmaken welke informatie zij voor een goed gefundeerde beslissing nodig hebben, en moeten de beleggingsonderneming alsnog kunnen verzoeken deze informatie te verstrekken [...]” (eigen cursivering).

²⁴¹ “De lidstaten mogen naast hetgeen in deze richtlijn wordt voorgeschreven, zelf nog bepaalde eisen handhaven of opleggen, maar alleen in uitzonderingsgevallen waarin dergelijke eisen objectief gerechtvaardigd en evenredig zijn en bedoeld zijn om concrete, niet voldoende door deze richtlijn behandelde risico's voor de *bescherming van de belegger* of voor de marktintegriteit tegen te gaan, en mits aan een van de volgende voorwaarden wordt voldaan: a) de concrete risico's die met de eisen worden tegengegaan, zijn van bijzonder belang in de omstandigheden die eigen zijn aan de marktstructuur van de desbetreffende lidstaat; b) met de eis worden risico's of problemen tegengegaan die ontstaan of aan het licht komen na de datum van toepassing van deze richtlijn en die niet anderszins bij of krachtens Gemeenschapsmaatregelen zijn geregeld” (eigen cursivering).

²⁴² “De werkzaamheden van een gereglementeerde markt in een lidstaat van ontvangst worden geacht van aanzienlijk belang te zijn voor de werking van de effectenmarkten en de *bescherming van de beleggers* in die lidstaat van ontvangst wanneer aan een van de volgende criteria is voldaan: a) de lidstaat van ontvangst is voorheen de lidstaat van herkomst van de betrokken gereglementeerde markt geweest; b) de betrokken gereglementeerde markt heeft door middel van een fusie, een overname of enigerlei andere vorm van overdracht de bedrijfsactiviteit verworven van een gereglementeerde markt waarvan de statutaire zetel of het hoofdkantoor in de lidstaat van ontvangst was gelegen” (eigen cursivering).

²⁴³ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG. Zie, de recente bijdragen naar Belgisch recht met betrekking tot deze Transparantierichtlijn X. DIEUX, “Du ‘marché efficient’ au ‘marché fiable?’” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 397; J. PEETERS, “At least the law had changed in 1989... but it hasn't stopped changing since then. Beschouwingen bij de transparantie van het aandeelhouderschap en naar de aandeelhouders toe van beursgenoteerde ondernemingen”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 569.

²⁴⁴ “[...] De openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een *duurzaam vertrouwen bij beleggers* en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de *beleggersbescherming* als de marktefficiëntie ten goede” (eigen cursivering).

²⁴⁵ “Een verder doorgedreven harmonisatie van de nationale wettelijke bepalingen betreffende de voor effectenuitgevende instellingen geldende eisen op het gebied van de verschaffing van periodieke en doorlopende informatie moet overal in de Gemeenschap in een *hoger niveau van beleggersbescherming* resulteren [...]” (eigen cursivering).

²⁴⁶ “Indien overal in de Gemeenschap een *hoog niveau van beleggersbescherming* zou bestaan, dan zouden de belemmeringen voor de toelating van effecten tot in een lidstaat gelegen of werkzame gereglementeerde markten kunnen worden opgeheven. Het zou andere lidstaten dan de lidstaat van herkomst dan niet meer toegestaan mogen zijn de toelating van effecten tot hun gereglementeerde markten te beperken door strengere eisen te stellen aan periodieke en doorlopende informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten” (eigen cursivering).

²⁴⁷ “Om een *doeltreffende bescherming van de beleggers* en de goede werking van gereglementeerde markten te waarborgen, moeten de voorschriften in verband met de informatie die moet worden bekendgemaakt door uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, ook van toepassing zijn op uitgevende instellingen die hun statutaire zetel niet in een lidstaat hebben en die niet onder de werkingssfeer van artikel 48 van het Verdrag vallen [...]” (eigen cursivering).

²⁴⁸ “Bij de uitoefening van haar uitvoeringsbevoegdheden overeenkomstig deze richtlijn dient de Commissie de volgende beginselen in acht te nemen: *het vertrouwen van beleggers in de financiële markten* moet worden opgebouwd door hoge normen met betrekking tot de transparantie op financiële markten te bevorderen; aan beleggers moet een breed scala van alternatieve beleggingsmogelijkheden worden geboden, alsmede een *niveau van informatievoorziening en bescherming dat op hun situatie is toegesneden*; er moet voor worden gezorgd dat onafhankelijke regelgevende autoriteiten de voorschriften consequent handhaven, met name bij de bestrijding van economische criminaliteit [...]” (eigen cursivering).

3.2.3. IOSCO

52. BELEGGERSBESCHERMING EN IOSCO. De Prospectusrichtlijn ligt daarmee in het verlengde van de IOSCO²⁴⁹, die stelt dat “There should be full, timely and accurate disclosure of financial results and other information that is material to investors’ decisions” (principle n° 14)²⁵⁰. IOSCO bevestigt dat beleggers de informatie moeten krijgen die noodzakelijk is om geïnformeerde beleggingsbeslissingen te maken op een permanente wijze : “The principle of full, timely and accurate disclosure of current and reliable information material to investment decisions *is directly related to the objectives of investor protection and fair, efficient and transparent markets*” (eigen cursivering)²⁵¹. Het belang van een omvangrijke informatieplicht jegens beleggers is door de IOSCO in een aanzienlijke reeks documenten bevestigd²⁵².

3.3. PROSPECTUSPLICHT ALS ONEIGENLIJKE VORM VAN BELEGGERSBESCHERMING

53. “BESCHERMT INFORMATIE”? De centrale vraag is of een belegger daadwerkelijk wordt beschermd door informatie. Anders gezegd : zorgt de prospectusplicht er in realiteit voor dat beleggers

²⁴⁹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mei 2003, 1.

²⁵⁰ Idem, op ii en 30-31. Zie tevens “Holders of securities in a company should be treated in a fair and equitable manner” (principle n° 15) en “Accounting and auditing standards should be of a high and internationally acceptable quality” (principle n° 16). Vgl. verder Principle n° 20 (“Regulation should ensure that there is a proper and disclosed basis for asset valuation and the pricing and the redemption of units in a collective investment scheme”); Cf. verder Principle n° 27 (“Regulation should promote transparency of trading”).

²⁵¹ Idem, 22-24; zie tevens 24: “Disclosure should be clear, reasonably specific and timely. Specific disclosure requirements should be augmented by a general disclosure requirement. Such a general disclosure requirement can provide that disclosure is required of all material information that is relevant to a particular investment decision. Another approach for such a general disclosure requirement provides that disclosure is required of all material information that is necessary to keep disclosures made from being misleading. Regulation should ensure the sufficiency and accuracy of information. Generally this will involve sanctions or liability on the issuer company and those responsible persons who fail to exercise due diligence in the gathering and provision of information. Regulation should ensure that proper responsibility is taken for the content of information and, depending upon the circumstances, those liable to take responsibility may include the issuing company, underwriters, promoters, directors, authorizing officers of the company, and those experts and advisers who consent to be named in the documentation or provide advice. Regulators also need to give careful consideration to the circumstances in which it may be necessary to the proper functioning of the market to allow something less than full disclosure: for example, of trade secrets or incomplete negotiations. In the limited circumstances where the market requires some derogation from the objective of full and timely disclosure, there may need to be temporary suspensions from trading or restrictions on the trading activities of those who possess more complete information. In such circumstances, trading should be prohibited in the absence of full disclosure”. Zie tevens IOSCO Technical Committee, “Public Document No. 132, Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities”, oktober 2002.

²⁵² IOSCO Technical Committee, “Public Document No. 16, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1990”, september 1991; IOSCO Technical Committee, “Public Document No. 38, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1992”, oktober 1994; IOSCO Technical Committee, “Public Document No. 61, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994”, september 1996; IOSCO Technical Committee, “Public Document No 71, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996”, september 1997. Zie tevens IOSCO Development Committee (Emerging Markets Committee), “Public Document No. 24, Report on Disclosure Requirements”, oktober 1992; IOSCO Development Committee (Emerging Markets Committee), “IOSCO Public Document No. 32, Report on Disclosure”, oktober 1993; IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 39, Report on Disclosure and Accounting”, oktober 1994; IOSCO Emerging Markets Committee, “IOSCO Public Document No. 62, Reporting of Material Events in Emerging Markets”, september 1996. Zie verder IOSCO, “IOSCO Public Document No. 81, International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers”, september 1998; IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 118, Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems”, maart 2001; IOSCO, “IOSCO Resolution No. 42: Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers”, september 1998; IOSCO, “IOSCO Resolution No. 44: Resolution on IASC Standards”, mei 2000; IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 141, General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations”, februari 2003.

meer “geïnformeerde” beslissingen nemen? Wij menen dat deze vraag enkel zinvol beantwoord kan worden via een gedragswetenschappelijke benadering van wat zich in realiteit voordoet.

3.3.1. De rationaliteit van de belegger gerelativeerd

54. DE RATIONALITEIT VAN DE BELEGGER GERELATIVEERD. Wat is rationaliteit? Een gezaghebbend psychologisch standaardwerk omtrent menselijke beslissingprocessen stelt dat: “Rationality is a matter of degree. It makes sense to say that one way of thinking is ‘more rational’ or ‘less rational’ than another. Also, there may be no single ‘best’ way of thinking. [...] It does no good to try to teach people by saying, ‘Be correct!’ or ‘Make good decisions!’”²⁵³ Net zoals iedereen zal een belegger zijn of haar beslissing niet steeds even rationeel nemen²⁵⁴. De realiteit is nu eenmaal dat wegens imperfecte informatie, cognitieve beperkingen en afwijkingen beleggers sub-optimale – slechte, domme of foute – beslissingen nemen.

55. DE KOSTPRIJS VAN EEN RATIONALE BELEGGINGSBESLISSING. Het is ook niet eenvoudig om rationeel te zijn. Indien een belegger rationeel gebruik wil maken van informatie, dient hij of zij deze op te sporen, te lezen, te analyseren en rationeel gebruik maken van informatie, en bovendien zich rekenschap geven van de beperkingen van informatie, zoals de noodzaak tot diversificatie. Rationaliteit vergt een aanzienlijke kostprijs – in termen van tijd, inspanningen, middelen, kennis. In een complex en abstract gebied zoals investeringen, met een bijna oneindige reeks investeringsmogelijkheden, rijst bovendien de vraag : wat is een rationele beslissing?²⁵⁵

56. INVESTERINGSBESLISSINGEN BOEZEMEN ANGST IN. Los van de kost is rationaliteit immers ook moeilijk. Het is, in het bijzonder voor niet-professionele beleggers²⁵⁶, een opgave. We beslissen over de toekomst van ons leven, en zijn opnieuw de angstige, onzekere wezens die we fundamenteel zijn. Hoezeer men dat ook wil ontkennen : we voelen aan dat investeringsbeslissingen het verschil kunnen maken in onze materiële welvaart, veiligheid en status van morgen. Daarbij hangt bovendien het toekomstig lot van onze geliefden niet zelden af van de beslissing die we *hic et nunc* moeten maken. De rationaliteit wordt verdrongen door emotionaliteit en de behoefte de anderen te volgen in de hoop ofwel samen geluk te hebben, ofwel samen in het ongeluk te storten²⁵⁷. Investeringsbeslissingen hangen ultiem af van geluk. Een zekere mate van “geluk” is immers wat de belegger die een gedeelte van zijn vermogen belegde in aandelen bij de beursintroductie van MICROSOFT onderscheidt van een belegger die had belegd in LERNOUT & HAUSPIE of FORTIS²⁵⁸. Is er – bij de afwezigheid van voorkennis – meer dan geluk? Mochten u of ik weten, we zaten op dit ogenblik wellicht onder een palmboom in de

²⁵³ J. BARON, *Thinking and Deciding*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000 (570 p.), 56.

²⁵⁴ R. PRENTICE, “Wither Securities Regulation?: Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future”, 51 *Duke L.J.*, 2002, 1397, 1413 : “Virtually everyone now recognizes that there is a large gap between the manner in which economists traditionally assume that people think and act, and the manner in which people actually do think and act”.

²⁵⁵ Mijn vader kreeg bij zijn inpensioenstelling afgelopen jaar de som geld X. Op een avond vroeg hij me hoe hij X moest beleggen. In vastgoed, in (gediversifieerde) risicodragende effecten of in overheidsobligaties. Zijn doelstellingen zijn duidelijk : in de komende jaren samen met mijn moeder een bepaalde rente per maand hebben, met een minimum aan risico. Op tafel lagen een aantal bestekken van vooraanstaande beleggingsondernemingen, de voorwaarden van bank- en verzekeringsproducten, enkele prospectussen van collectieve beleggingsinstrumenten; de Brusselse woonmarkt kenden we beiden goed. Wat is de meest rationele beslissing? Wat is het meest rationele advies dat ik – na het schrijven van een proefschrift omtrent beleggersbescherming – aan mijn vader kon geven?

²⁵⁶ Zie hierna.

²⁵⁷ Cf. J. BARON, *Thinking and Deciding*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000 (570 p.), 288 : “Decisions that determine the course of our future lives are frightening, for each of us can choose only one of the paths open to us, but we all make these decisions, with or without thinking. Here, as elsewhere, actively open-minded consideration of the options before us can help us achieve our goals. Thinking, however, does not guarantee a good life. Luck, good and back, is ever-present”.

²⁵⁸ Cf. H. JACKSON, “Regulation in a Multisectoral Financial Services Industry: an Exploration Essay”, 77 *Wash. U. L. Q.*, 1999, 319, 333 : “An economist thus speaks of Bill Gates's initial investment in Microsoft as having the same amount of ex ante risk as that associated with hundreds of other high-tech startups of the past few decades that have long since dissolved into bankruptcy”.

Bahamas een cocktail te drinken²⁵⁹.

57. ZIJN BELEGGERS DAAROM IRRATIONEEL? Net zoals het fout is te stellen dat alle beleggers rationeel zijn, mag men ook niet veralgemenen dat alle beleggers irrationeel zijn. Er bestaat immers een continuüm van beleggerstypes – gaande van niet-professionele “gewone” beleggers tot bijzonder gesofisticeerde professionele beleggers – met geheel verschillende rationaliteitsstandaarden.

3.3.2. Het continuüm van beleggerstypes

58. HET CONTINUÛM VAN BELEGGERSSTYPES . Beleggers kunnen meer of minder rationeel optreden. Sommige beleggers – de professionele beleggers – worden vergoed om de beschikbare informatie op rationele wijze te analyseren en te begrijpen, en hebben daartoe de nodige middelen, tijd (dus geld) en know-how ter beschikking²⁶⁰. Hun spiegelbeeld zijn niet-professionele, “gewone” beleggers, die occasioneel en zonder bijzondere opleiding, achtergrond of ervaring in effecten beleggen. Deze beleggers worden niet vergoed om rationeel te zijn en hebben doorgaans weinig beweegredenen om tijd en middelen te investeren om de beschikbare informatie te lezen en pogen te begrijpen²⁶¹.

59. HET ONDERSCHIEDINGSKRITERIUM : HOE WORDT MET DE INFORMATIE OMGEGAAN? Waar precies een concrete belegger zich op dit continuüm bevindt, hangt weinig af van zijn kwetsbaarheid of rijkdom²⁶². De “professionaliteit” van een belegger wordt in hoofdzaak bepaald door *de wijze waarop rationeel met informatie wordt omgegaan* : niet de abstracte “beschikbaarheid”, maar het concrete opsporen, lezen, analyseren en rationeel gebruik maken van informatie, en het zich rekenschap geven van de beperkingen van informatie, zoals de noodzaak tot diversificatie. Reeds in 1960 werd door de toenmalige Bankcommissie opgemerkt dat: “[l]a réalité financière est complexe et mouvante. Les fraudes ne s’analysent généralement pas en des violations ouvertes de la loi. Elles consistent plutôt en des constructions subtiles dont aucun des éléments n’est illicite par lui-même, mais dont la mise en œuvre combinée est, dans des circonstances déterminées, de nature à spolier l’épargne. La portée exacte et les conséquences de ces manœuvres n’apparaissent pas toujours immédiatement. Elles sont ignorées du public et les victimes ne sont guère capables, le plus souvent, d’en comprendre la signification et d’en déceler le caractère frauduleux”²⁶³. GOSHEN EN PARCHOMOVSKY onderscheidde in dat opzicht vijf types beleggers, een categorisering die inderdaad grotendeels gedetermineerd wordt door de wijze waarop, en de mate waarin, beleggers omgaan met informatie²⁶⁴ : de “insiders”, die niet-publieke

²⁵⁹ Daarmee citeer ik vrij uit een gesprek dat ik had met een bankier. Cf. tevens – en enigszins vooruitlopend op de volgende afdeling – M. RUBINSTEIN, “Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case”, *Financial Analysts Journal* 57, 2001, 15, 21 : “First, unlike almost all their anomalies that seem to reject minimal rationality, mutual fund performance is based on actual, not paper, losses. We can argue as long as we like about whether various anomalous strategies can actually be implemented; we will never know until they are. We can argue as long as we like about whether an anomaly is the result of data mining, and we will never really know. We can argue as long as we like about whether a legitimate successful strategy should have been discovered in a rational market, given the costs of research and the technology then existing, and we will not know. But we can look at the results of 50 years of investing by thousands of smart and highly compensated individuals who spent most of their waking hours studying markets and conclude that they, at least, could not find successful anomalous strategies. Even if (with the unfair advantage of hindsight) we say such strategies existed, those fund managers were not clever enough to discover them. For me, unless and until those who believe in market irrationality can directly counter this evidence with evidence from actual profits and losses, the game is over”.

²⁶⁰ D. SCHULTE, “The Fraud on the Market Theory: Efficient Markets and the Defenses to an Implied 10b-5 Action”, 70 *Iowa L. Rev.*, 1985, 975, 983-84.

²⁶¹ Idem. Zie tevens uitgebreid hieronder.

²⁶² En wie is de kwetsbare belegger? In de Amerikaanse literatuur is er terecht op gewezen dat men er niet per definitie van mag uitgaan dat een vermogende belegger minder kwetsbaar zou zijn (H. M. FRIEDMAN, “On Being Rich, Accredited, and Undiversified: The Lacunae in Contemporary Securities Regulation”, 47 *Okla. L. Rev.*, 1994, 291, 317).

²⁶³ COMMISSION BANCAIRE, 1935-1960, 133-134. De Bankcommissie besloot op die basis dat “Seul un organisme très spécialisé est capable de démontrer le mécanisme utilisé et de dégager les objectifs effectivement poursuivis et les conséquences probables” (op 134).

²⁶⁴ Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, “The Essential Role of Securities Regulation”, 55 *Duke L.J.*, 2006, 711, 713-720.

informatie bezitten, de “informatiehandelaars” (information traders), die gespecialiseerd zijn in het verkrijgen en analyseren van ondernemings specifieke informatie en algemene markt informatie, de “liquiditeitshandelaars” (liquidity traders), die portfolio’s aankopen en aanhouden als spaargedrag en onafhankelijk van ondernemings specifieke informatie of algemene markt informatie, en tenslotte de “noise traders”, die irrationeel handelen en verkeerdelijk geloven dat zij een waardevolle informatie bezitten of een beursgevoel hebben²⁶⁵. We menen dat de categorisering van GOSHEN EN PARCHOMOVSKY artificieel is. Eerder dan vijf types, bewegen alle beleggers zich ergens op een continuüm van professionaliteit. Bovendien hangt de “sophisticatie” van een belegger in hoofdzaak af van de wijze waarop *in concreto* rationeel met informatie wordt omgegaan : niet de abstracte “beschikbaarheid”, maar het concrete opsporen, lezen, analyseren en rationeel gebruik maken van informatie, en het zich rekenschap geven van de beperkingen van informatie, zoals de noodzaak tot diversificatie. Rationaliteit vergt een kostprijs – in termen van tijd, inspanningen, middelen, kennis – maar botst ook op de beperkingen van individuen en organisaties.

60. NUANCERINGEN INZAKE DE RATIONALITEIT VAN DE PROFESSIONELE BELEGGER. Het is anderzijds niet zo dat een professionele belegger steeds rationeel zal handelen. Men mag immers niet uit het oog verliezen dat professionele beleggers vaak instellingen zijn die bestaan uit een georganiseerde groep individuele mensen. Deze mensen zijn zelf ook onderhevig aan menselijke en emotionele factoren – inclusief *hybris* of hebzucht – en kunnen zich vergissen²⁶⁶. Recent is in die context een interessante studie gepubliceerd met betrekking tot de aanzienlijke impact van geruchten op het gedrag van professionele beleggers, waarbij men tot de vaststelling kwam dat onzekerheid samen met geruchten beleggers kan doen overdrijven : “[w]hen news is uncertain, no matter whether it is a rumor or not, and market participants are not sure how to interpret the news, then a small price movement can cause a strong price reaction, simply because the market participants have the illusory belief that someone out there has to know more, or at least more precise information than they do”²⁶⁷. Dergelijke studie beklemtoont o.i. het belang van maatregelen die ook de rationaliteit van de professionele beleggers beogen te vergroten, bijvoorbeeld door via een efficiënte transparantie onzekerheid weg te nemen op de markt, of door (afgedwongen) marktmisbruikregels het handelen met voorkennis tegen te gaan²⁶⁸. Dit neemt niet weg dat, wegens de vergoeding, het zo is dat de rationaliteit van dergelijke belegger verwacht mag worden en dat zij tevens aansprakelijk zijn voor een bepaalde mate van rationaliteit (zie tevens volgend randnummer).

61. GEVOLGTREKKINGEN. Om deze reden kan men het volgende stellen. De *niet-professionele*

²⁶⁵ Idem, 714.

²⁶⁶ Cf., in de context van de financiële crisis van 2008, X. DIEUX, “Du ‘marché efficient’ au ‘marché fiable?’” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 397, op 410 : “[La crise financière] démontre qu’en dépit de son extrême sophistication, l’encadrement réglementaire en matière de ‘transparence’ n’a pas permis d’éviter les errements, spéculatifs ou émotionnels, que cette crise a engendrés sur le marchés boursiers [...]”.

²⁶⁷ M. SCHINDLER, *Rumors in Financial Markets – Insights into Behavioral Finance*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2007 (195 p.), 144 (en 63-65). De auteur stelde bovendien in het onderzoek vast dat geruchten zich in enkele minuten over de hele wereld van professionele beleggers kunnen verspreiden (“Since everyone is connected to the same information sources, the rumors spread incredibly fast. Over 70% of the survey participants state that within minutes the entire trading community is informed about it”, op 142) en stelde tevens dat : “The rumor experiments carried out showed that we lack knowledge about the exact role of personal networks and communication in financial markets : how they evolve, when they are used with exactly what intention and what is to be expected from them” (op 145).

²⁶⁸ Vgl. CESR, *Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (Public consultation)*, Ref: CESR/08-717, oktober 2008 (9 p.), op 9: “Therefore, if and when the relevant publication or the rumour relates explicitly to a piece of information or information that is inside information within the issuer, the latter is expected to react and respond to the relevant publication or rumour as that piece of information or that information is sufficiently precise to indicate that a leak of information has occurred and, thus, that the confidentiality of this inside information is no longer ensured. In such circumstances, which should be the exception rather than the rule, a policy of “no comment” by the issuer would not be acceptable. The issuer’s reaction or response should be made publicly available in the same conditions and using the same mechanisms that those used for the communication of inside information, so that an ad hoc announcement has to be published without undue delay”.

belegger kan in feite wel of niet – of meer of minder – rationeel handelen. Alleen mag het niet verwacht – of verondersteld – worden dat hij of zij rationeel handelt, tot het tegendeel bewezen is. Het is waarschijnlijk dat zulke beleggers in de realiteit noch volkomen rationeel, noch volkomen irrationeel handelen. Zij bevinden zich ergens op de horizon tussen rationaliteit en irrationaliteit : de realiteit. Ook de *professionele belegger* kan wel of niet – of meer of minder – rationeel handelen. Maar dergelijke belegger mag daarentegen wel geacht worden rationeel te handelen : hij of zij wordt immers vergoed om professioneel te zijn. Deze vergoeding impliceert dat de professionele belegger kennis moet hebben van de elementaire beginselen van het beleggen. Zo bijvoorbeeld kan de fundamentele basisvoorwaarde voor rationele beleggingsbeslissingen – diversificatie – geacht worden gekend te zijn en toegepast te worden door professionele beleggers. De kostprijs voor het nemen van rationele beslissingen – in termen van tijd, inspanningen, middelen, kennis – moet verder eveneens geacht worden vervat te zijn in de vergoeding die aan de professionele belegger toekomt. Niettemin is de rationaliteit hier ook niet volkomen, zoals blijkt uit de verder beschreven behavioral finance literatuur met betrekking tot *rationaliteit onder onzekerheid*²⁶⁹.

3.3.3. Wie is de belegger die beschermd wordt door de prospectusplicht?

62. WIE IS DE “BELEGGERS” DIE BESCHERMD WORDT DOOR DE PROSPECTUSPLICHT? De belegger die begunstigde is van de “bescherming” door de geharmoniseerde prospectusplicht is een abstractie die verwijst naar een continuüm tussen aan de ene kant een extreem professionele belegger en aan de andere kant een extreem niet-professionele belegger. Hierboven werd aangetoond hoe de Prospectusrichtlijn door de Europese wetgever werd aangemerkt als een instrument van “beleggersbescherming”. Maar hoe moet deze algemene notie begrepen worden, in functie van de professionaliteit van de belegger? Anders gezegd, waar ligt het referentiepunt van de bescherming van de Prospectusrichtlijn: bij de professionele belegger of bij de niet-professionele belegger?

63. BEGINSLEN EN MODULERING. De Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening laten toe de prospectusplicht te moduleren in functie van drie variabelen : wie is de aanbieder (aanbiedersmodulering), wat zijn de effecten (effectenmodulering) en wie is de belegger (beleggersmodulering). Samen met JAN PEETERS heb ik deze moduleringen aangeduid als één van de vijf basisbeginselen van de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening – het beginsel van modulering – en dit naast het beginsel van relevantie, het beginsel van begrijpbaarheid, het beginsel van non-duplicatie, en ten slotte het beginsel van de keuzevrijheid²⁷⁰. De conclusie van ons onderzoek was dat, hoewel verscheidene elementen bestaan die een zekere beleggersmodulering impliceren, er van een doorgedreven modulering weinig sprake is, zeker als men deze zou vergelijken met de andere moduleringen, en met name de aanbieders- en de effectenmodulering.

64. BELEGGERSMODULERING. De Prospectusrichtlijn laat beleggersmodulering beperkt toe, en dit onder meer in functie van deskundigheid en beschermingsbehoefte. Zo luidt considerans (16) dat “[e]n van de doelstellingen van deze richtlijn is het beschermen van beleggers. Het verdient bijgevolg aanbeveling met de uiteenlopende behoefte aan bescherming van de diverse categorieën beleggers rekening te houden, alsmede met hun deskundigheid. [...]”²⁷¹. Deze considerans van de Prospectusrichtlijn laat weinig twijfel bestaan omtrent het belang van beleggersmodulering in de architectuur van de richtlijn. Het is echter zoeken naar de concretisering van dit principe in de Prospectusverordening²⁷². Toch zijn er diverse voorbeelden van beleggersmodulering.

²⁶⁹ Cf. A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 113.

²⁷⁰ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De inhoud van een prospectus onder het nieuwe prospectusregime – Op zoek naar een beginselenbenadering”, in: M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarkt recht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007, 1999-2049.

²⁷¹ Considerans nr. 16 Prospectusrichtlijn.

²⁷² Zo bijvoorbeeld stelt artikel 3 Prospectusverordening omtrent de in het prospectus op te nemen minimuminformatie dat : “[...] [n]aar gelang van de aard van de uitgevende instelling en de categorie betrokken effecten bevat een prospectus de in de bijlagen I tot en met XVII vervatte rubrieken die in de in de artikelen 4 tot en met 20 vastgelegde schema’s en bouwstenen zijn aangegeven”. Hier is met andere woorden enkel

65. BELEGGERSMODULERING – SAFE HARBOUR VOOR GEKWALIFICEERDE BELEGGERS. Vooreerst is er de safe harbour voor gekwalificeerde beleggers. Luidens artikel 3.2 Prospectusrichtlijn geldt de prospectusplicht niet voor (onder meer) een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten. Het bestaan van een safe harbour voor een bepaalde categorie van beleggers – de gekwalificeerde beleggers – is de meest extreme vorm van beleggersmodulering: immers, “[v]oor aanbiedingen die uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers zijn bedoeld, behoeft geen informatie te worden verstrekt door middel van de publicatie van een prospectus [...]”²⁷³. We komen op de definitie van de “gekwalificeerde beleggers” – en de omzetting van deze notie in de onderzochte jurisdicties – uitgebreid terug in Deel 2.

66. BELEGGERSMODULERING – 50.000 EUR GRENS. Zoals hierboven aangegeven, bevat artikel 5.1 Prospectusrichtlijn de verplichting dat het prospectus alle gegevens moet bevatten “welke in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten effecten *de noodzakelijk informatie vormen om de beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen [...]*”²⁷⁴ (eigen cursivering). Het niveau van “noodzakelijke informatie” is bijgevolg relationeel: het moet voldoende zijn om de beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en de eventuele garant, en over de rechten welke aan deze effecten verbonden zijn. De Prospectusrichtlijn heeft dit relationeel karakter gekoppeld aan een veronderstelling dat voor beleggingen met een hoge tegenwaarde of aandelen met een hoge nominale waarde – namelijk minstens 50.000 EUR – de potentiële belegger niet beschermd moet worden via de prospectusplicht. Dergelijke beleggers worden geacht zelf de nodige maatregelen te kunnen nemen om de voor hen noodzakelijke bescherming te bekomen. Zo geldt de prospectusplicht niet voor de volgende categorieën aanbiedingen : “een aanbieding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen tegen een totale tegenwaarde van ten minste 50 000 EUR per belegger, en/of [...] een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50 000 EUR”²⁷⁵.

67. BELEGGERSMODULERING – SCHEMA’S VAN DE PROSPECTUSVERORDENING. Luidens art. 7.2 Prospectusrichtlijn dient bij het opstellen van de verschillende prospectusmodellen met name rekening gehouden te worden met “de verschillende categorieën en aard van de aanbiedingen en de toelatingen tot de handel op een gereguleerde markt van effecten zonder aandelenkarakter. De in een prospectus te verstrekken gegevens dienen *uit het oogpunt van de betrokken beleggers passend te zijn voor effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde per eenheid van ten minste [50.000] EUR*” (eigen cursivering)²⁷⁶. De Prospectusverordening geeft hieraan verder uitwerking. Enerzijds is het volgens de Prospectusverordening aangewezen dat professionele beleggers hun beleggingsbeslissing kunnen baseren op andere elementen dan die welke door niet-professionele beleggers in aanmerking worden genomen²⁷⁷. Derhalve dient de inhoud van het prospectus te verschillen wanneer het betrekking heeft op obligaties en derivaten die bedoeld zijn voor beleggers die

sprake van aanbiedersmodulering en effectenmodulering, en niet van beleggersmodulering. Dit wordt nog sterker beaamd door CESR die in haar aanbevelingen onder de hoofding “Recommendations adapted to the different types of securities” stelt : “[w]hen producing the recommendations, CESR has taken into consideration the overarching principle of article 5 and 7 of the Directive whereby the information included in a prospectus has to be given according to the particular nature of the issuer and of the securities offered to the public or admitted to trading” (*CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, CESR/05-054b, 10 februari 2005).

²⁷³ Considerans nr. 16 Prospectusrichtlijn.

²⁷⁴ Art. 5.1 Prospectusrichtlijn.

²⁷⁵ Artt. 5.2.c en 5.2.d Prospectusrichtlijn.

²⁷⁶ Artt. 7.2.a en 7.2.b Prospectusrichtlijn.

²⁷⁷ Considerans nr. 14 Prospectusverordening.

obligaties en derivaten aankopen met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR²⁷⁸. Artikel 21 van de Prospectusverordening stelt anderzijds een grens aan de beleggersmodulering : bij de uitgifte van effecten waarvoor een minder uitgebreid en minder streng schema voor het registratiedocument is vastgesteld, mag steeds worden gebruik gemaakt van het meest uitgebreide en het strengste schema voor het registratiedocument, d.w.z. het meest veeleisende schema wat het aantal rubrieken en de uitvoerigheid van de erin op te nemen informatie betreft²⁷⁹.

68. DICHOTOMIE TUSSEN DE PROSPECTUSPLICHT EN DE NEGATIE DAARVAN. Men kan hieruit concluderen dat voor het huidige Europees prospectusregime de beleggersmodulering neerkomt op een dichotomie²⁸⁰. Ofwel is men een professionele belegger (hetzij als gekwalificeerd belegger, hetzij als belegger die inschrijft op effecten met een minimale nominale waarde van 50.000 EUR, of hetzij als belegger die inschrijft op een aanbieding met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR), ofwel is men een niet-professionele belegger²⁸¹. Men kan dit enigszins vergelijken met de diverse wetgeving ter bescherming van de “consument” : ofwel kwalificeert men als consument, ofwel niet, en afhankelijk daarvan is de bescherming wel of niet toepasselijk²⁸². Op dezelfde wijze komt voor professionele beleggers de “modulering” van de prospectusplicht neer op een “negatie” van het informatieparadigma als vorm van directe beleggersbescherming jegens hen²⁸³. Immers, door de prospectusvrijstelling is voor hen de geharmoniseerde prospectusplicht niet van toepassing²⁸⁴. Voor niet-professionele beleggers daarentegen is in principe geen modulering meer mogelijk (tenzij effecten- of aanbiedingsmodulering; wat dat betreft wordt verwezen naar ons afzonderlijk onderzoek²⁸⁵). De geharmoniseerde prospectusplicht zal op hen normaliter integraal van toepassing zijn.

69. GEVOLGTREKKINGEN. De dichotomie tussen enerzijds het volledige informatieparadigma (voor niet-professionele beleggers) en de negatie daarvan (voor professionele beleggers) leidt ons tot de

²⁷⁸ Idem (of, indien de nominale waarde in een andere valuta luidt, met een minimumwaarde per eenheid die na omzetting in euro ten minste 50.000 EUR bedraagt).

²⁷⁹ Art. 21.2 Prospectusverordening, waarbij de rangorde van de schema's er als volgt uitziet: 1. schema voor het registratiedocument voor aandelen; 2. schema voor het registratiedocument voor obligaties en derivaten met een nominale waarde per eenheid van minder dan 50.000 EUR; 3. schema voor het registratiedocument voor obligaties en derivaten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR.

²⁸⁰ Cf. tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 80. Vgl. eveneens J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 162.

²⁸¹ B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 248-249.

²⁸² Cf. P. VAN OMMESLAGHE, “Le consumérisme et le droit des obligations conventionnelles: révolution, évolution ou statu quo?”, in: X, *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.), 509-556, op 517: “Cette technique de la ‘greffe’ ou de la ‘superposition de relations juridiques’ se caractérise ensuite par la *définition des parties* à ces relations contractuelles qui s’ajoute aux qualifications normales découlant des conventions qu’elles ont conclues ou s’apprêtent à conclure. [...] C’est ainsi que l’on voit apparaître le ‘consommateur’ personnage dont l’intervention est requise pour que se produise cette superposition de normes”. Zie tevens J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 178: “L’obligation du professionnel d’informer le consommateur en matière de biens de consommation courante est de même nature que l’obligation d’information qui pèse sur l’émetteur qui fait appel public à l’épargne” en B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 256-261. Daarmee is evenwel niet gezegd dat de prospectusreglementering ‘consumentenbescherming’ is (zie X. DIEUX, “Du ‘marché efficient’ au ‘marché fiable’?” in: X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 397, op 402-403 (voetnoot 30) en op 410. Zie tevens de discussie in J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (654 p.), 563-579.

²⁸³ Zie evenwel de afdeling hierna. Vgl. tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 45: “De niet-toepasselijkheid van bepaalde regels berust derhalve op de aanname dat professionals terzake deskundig zijn en voldoende professioneel geacht mogen worden om, indien de relevante deskundigheid ontbreekt, deskundige hulp in te roepen”.

²⁸⁴ Zie uitgebreid *Deel 2, Hoofdstuk 3*.

²⁸⁵ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De inhoud van een prospectus onder het nieuwe prospectusregime – Op zoek naar een beginselenbenadering”, in: M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007, 1999-2049.

gevolgtrekking dat de doelstelling van de beleggersbescherming in wezen beperkt is tot de *bescherming van de niet-professionele belegger*. In aanbiedingen aan uitsluitend professionele beleggers kan wel geopteerd worden voor de prospectusplicht, maar dit gebeurt in dat geval vrijwillig (en, kan men aannemen, in dat geval niet noodzakelijk of niet uitsluitend ter rechtstreekse bescherming van niet-professionele beleggers). In aanbiedingen die aan het publiek gedaan worden of publieke noteringen, moeten professionele beleggers aanvaarden dat de regulering de prospectusplicht oplegt, niet omdat professionele beleggers daarop inschrijven, maar omdat niet-professionele via de aanbieding of de notering geïnvloed worden. Met andere woorden hebben volgens de Prospectusrichtlijn enkel niet-professionele beleggers recht op bescherming via de informatie die gegeven wordt in het prospectus.

3.3.4. Wordt de niet-professionele belegger beschermd door de prospectusplicht?

70. RECENT EMPIRISCH MATERIAAL. Deze conclusie is belangrijk : de prospectusplicht wordt in wezen opgevat als vorm van rechtstreekse beleggersbescherming van *niet-professionele beleggers*. Het is dus bovenal relevant om het gedrag van niet-professionele beleggers te onderzoeken²⁸⁶. Indien de informatie in het prospectus een *rechtstreeks* instrument ter bescherming van niet-professionele beleggers is, zijn de volgende drie vragen relevant : (i) wordt het prospectus door deze beleggers gelezen?; (ii) wordt het prospectus door deze beleggers begrepen?; en ten slotte (iii) handelen beleggers op basis van deze informatie? Deze vragen zijn in zekere mate ontleend aan artikel 5.1 Prospectusrichtlijn, dat voorschrijft dat het prospectus moet worden “gepresenteerd in een vorm die makkelijk te analyseren en te begrijpen is” en de “noodzakelijke informatie” moet vormen om de beleggers “in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen” omtrent zijn of haar investeringsbeslissing²⁸⁷.

71. WORDT EEN PROSPECTUS “GELEZEN”? Gezien de aanzienlijke kosten die de prospectusplicht met zich meebrengt²⁸⁸, en gezien het theoretische belang van het informatieparadigma zou men kunnen verwachten dat er voldoende empirisch onderzoek bestaat omtrent de vraag : *wordt een prospectus gelezen?* Weinigen beantwoorden deze vraag meer uitdrukkelijk als MILLS (van Harvard Business School), namelijk : “[...] few people read the prospectuses. Investors rarely do; they get them with the confirmation of a purchase rather than ahead of time”²⁸⁹. Het is evenwel verrassend dat er bij de professionele partijen die betrokken zijn bij de opstelling van een prospectus – voornamelijk banken, advocaten en boekhouders – een soort “stilzwijgende consensus” lijkt te bestaan dat een prospectus weinig tot nooit wordt gelezen, zeker niet door de “modale” belegger, en zeker niet van het begin tot het einde²⁹⁰, maar dat over deze consensus tot voor kort grotendeels niet geschreven werd²⁹¹. In haar

²⁸⁶ Vgl. S. RIPKEN, “The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation”, 58 *Baylor L. Rev.*, 2006, 139, 146 : “In order for a disclosure system to be effective, not only must the information that is supplied be disclosed completely, clearly, and accurately, but it must also be read and comprehended by the consumer”; M. SARGENT, “Report on State Merit Regulation of Securities Offerings”, 41 *Bus. Law.*, 1986, 785, 830.

²⁸⁷ Art. 5.1 Prospectusrichtlijn.

²⁸⁸ Zie hierboven.

²⁸⁹ Q. MILLS, *Buy, Lie, and Sell High: How Investors Lost Out on Enron and the Internet Bubble*, New Jersey, Financial Times/Prentice Hall, 2002 (265 p.), 128-130. Er wordt echter niet aangegeven op basis waarvan deze bewering wordt gemaakt.

²⁹⁰ Verwezen wordt naar de Bankcommissie die in 1960 stelde dat : “Il n’est pas douteux qu’un grand nombre de porteurs de valeurs mobilières ne lisent ni les prospectus d’émission ni les rapports des commissaires-reviseurs. [...]” (COMMISSION BANCAIRE, 1935-1960, 157; zie tevens hierboven) en de eveneens hierboven aangehaalde B. A. MANN, “Prospectuses: Unreadable or Just Unread? A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections”, 40 *Geo. Washl. Rev.*, 1971, 223, voetnoot 10 (“[t]he real problem with the statutory prospectus is not that it is unreadable, but that it is unread. It is unread because it does not contain that information which the investor considers crucial to his investment decision”). Vgl. tevens J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (654 p.), op 233 : “The public is not so much protected, as equipped to protect itself”.

²⁹¹ Een internet beleggersmagazine omschreef het als volgt : “I’ll let you in on a dirty little secret. There’s something I’m really supposed to do that I don’t. At my portfolio’s peril, claim the finger-wagging experts, I don’t read the prospectus. At least not cover-to-cover. And I bet I’m not alone. C’mon -- admit it. Do you glance at the garble of dense legalese, then guiltily file that prospectus away in your ‘To Do’ folder, where it

evaluatie-rapport van juni 2007 stelt CESR echter uitdrukkelijk dat: “retail investors [are] in practice [...] unlikely to read or fully understand complex prospectuses”²⁹². Meer en meer wordt ook door de financiële sector bevestigd dat het prospectus op hun websites amper wordt gedownload²⁹³. Verder kunnen ook binnen de categorie van beleggers die het prospectus niet lezen, eventueel nog een aantal onderscheiden gemaakt worden. In een recente working paper (in de context van het lezen van kredietvoorwaarden) werd bijvoorbeeld gesuggereerd dat een onderscheid gemaakt kan worden tussen de consument die bewust de voorwaarden niet leest en die aanneemt dat deze in zijn nadeel zijn, en diegene die de voorwaarden niet leest maar aanneemt dat deze in zijn voordeel zijn²⁹⁴.

72. STUDIE UITGEVOERD DOOR DE AMF (2006). De Franse toezichthoudende overheid AMF publiceerde in november 2006 de studie *Exploration des processus d’information et de gestion et diagnostic des documents à destination des épargnants (actionnaires, détenteurs d’OPCVM et épargne salariale)*²⁹⁵. Deze studie omvatte twee onderdelen. Een eerste, kwalitatief onderzoek, bestond uit 7 groepsvergaderingen, met telkens 7 tot 10 deelnemers, waarin gedurende een drietal uren het informatieproces werd besproken. Daarbij werden drie groepen beleggers onderscheiden: individuele aandeelhouders (de groep “Actions”)²⁹⁶, beleggers in instellingen voor collectieve beleggingen (de groep “OPCVM”)²⁹⁷ en aandeelhouders via werknemersparticipatieplannen (de groep “Epargne salariale”)²⁹⁸. Een tweede luik bestond uit een telefonische enquête bij 958 panelisten. Ook hier werden de drie categorieën beleggers onderscheiden²⁹⁹. Eén van de synthesetabellen is hierna opgenomen³⁰⁰.

will never surface again? In fact, these documents are not intended to educate investors; instead, they're designed to protect the issuers. [...] Lawyers throw in every bit of boilerplate imaginable. And that leaves a big job for us: sifting out the good stuff from the gobbledygook. Because there actually is very important information hidden among the herebys and therewiths -- you just have to know where to find it [...]” (B. BUTTNER, “How - and Whether - to Read Your Prospectus”, *TheStreet.com*, juli 1998, www.thestreet.com/basics/schoolhouse/31854.html).

²⁹² CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 18, nr. 83.

²⁹³ Cf. tevens T. THORNTON, United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System, 8 oktober 2008, transcript, op 29: “[W]hat we found is, in a recent week is that we had 700,000 people come into this area, but only 10,000 looked at the actual prospectus. So what has happened is they don’t use the disclosure document, but they use a lot of the elements that we have talked about also” (THORNTON is hoofd van de website van de financiële dienstengroep VANGUARD).

²⁹⁴ O. BAR-GILL, “The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts”, Law & Economics Research Paper Series – Working Paper No. 08-59, november 2008 (67 p.), 47-48: “But imperfect rationality is not simply another cost component. A rational borrower, who decides not to invest in reading and deciphering certain contractual provisions in the mortgage contract, will not assume that these provisions are favorable to her. In fact, she will recognize that unread provisions will generally be pro-lender. In contrast, an imperfectly rational borrower will completely ignore the unread or forgotten terms or naively assume that they are favorable to him. Accordingly, a complex, unread term or a hidden fee would lead an imperfectly rational borrower, but not a rational borrower, to underestimate the total cost of the loan. And, as a result, the incentive to increase complexity and hide fees will be stronger in a market with imperfectly rational borrowers. The behavioral theory of contract design is an imperfect rationality theory, not an imperfect information theory”.

²⁹⁵ AMF, “Exploration des processus d’information et de gestion et diagnostic des documents à destination des épargnants (actionnaires, détenteurs d’OPCVM et épargne salariale) – Document de synthèse sur l’ensemble du dispositif (TNS Sofres)”, november 2006 (51 p.).

²⁹⁶ Deze categorie is zelf onderverdeeld in drie sub-categorieën: “kleine” aandeelhouders met een aandelenportefeuille van 2.000 tot 4.000 EUR (deze zijn volgens de studie: “peu autonomes, très peu impliqués”); een middencategorie met een aandelenportefeuille van 4.000 tot 10.000 EUR; en ten slotte de categorie van de zgn. “techno-beleggers” (“technophiles”) met een aandelenportefeuille van meer dan 10.000 EUR (zie 3).

²⁹⁷ Ook hier kunnen volgens de studie drie categorieën worden onderscheiden: de kleine beleggers hebben een portefeuille van minder dan 4.000 EUR; de middencategorie heeft een portefeuille van 4.000 tot 20.000 EUR; en de categorie van de techno-beleggers heeft ten slotte een portefeuille van meer dan 20.000 EUR (zie eveneens op 3).

²⁹⁸ De studie onderzocht werknemers van zes grote ondernemingen: IBM, Air France, Renault, PSA, Ceiletem en Alcatel (op 3).

²⁹⁹ Concreet werden 331 individuele aandeelhouders, 293 beleggers in ICB’s en 334 aandeelhouders via werknemersparticipatieplannen bevraagd (op 3).

³⁰⁰ Op 12.

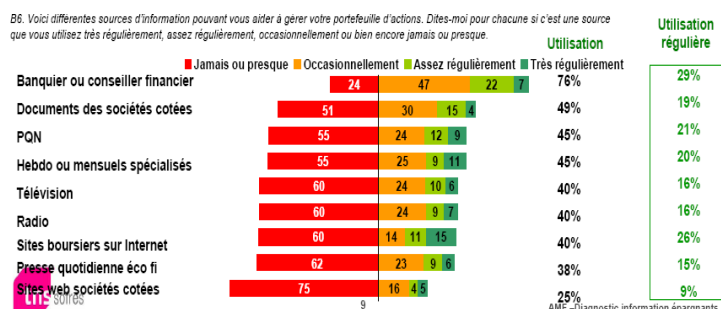
Figuur
Synthesetabel omgang met informatie

(Base : détenteurs d'actions et d'OPCVM impliqués dans la prise de décision)

| | Actions (n=331) | OPCVM (n=293) | Implication | Épargne salariale (n=271) |
|---|--------------------|------------------|---|------------------------------|
| Intérêt pour la gestion | | | | |
| > Très intéressé | 44% | 38% | > Très impliqué | 20% |
| > Assez intéressé | 44% | 44% | > Assez impliqué | 37% |
| > Peu ou pas intéressé | 12% | 18% | > Peu ou pas impliqué | 43% |
| Autonomie | | | | |
| > Prennent seuls les décisions | 57% | 40% | | |
| > Avec le conseiller | 43% | 60% | | |
| Sources consultées régulièrement | | | Sources consultées | |
| > Banquier | 29% | 47% | > Doc. de la société | 76% |
| > Hebdo/mensuels spécialisés | 20% | 21% | > Doc. société de gestion (PCPE/SCAV/diversifika) | 64% |
| > Sites boursiers/financiers | 26% | 14% | > Collègues/supérieurs | 54% |
| > Documents des banques | ND | 29% | > Journaux internes | 44% |
| > Documents des sociétés | 19% | ND | > Site Intranet | 37% |
| | | 12 | > Syndicats/associations | 34% |

Hieruit blijkt dat individuele aandeelhouders overwegend zelf de beslissingen nemen (in 57% van de gevallen). De bronnen die daarbij “regelmatig” worden geconsulteerd, zijn vooral de documenten die de bank of de beleggingsadviseur ter beschikking stelt (deze worden in (slechts) 29% van de gevallen regelmatig geconsulteerd), gespecialiseerde websites (26%), gespecialiseerde tijdschriften (20%). De documenten die van de vennootschap uitgaan – zoals het prospectus – worden in slechts 19% van de gevallen regelmatig geconsulteerd. Een belangrijke nuance daarop is precies de werknemersparticipatie : daar blijken in 76% van de gevallen de documenten van de vennootschap te worden geconsulteerd. Voorts blijkt dat het belangrijkste verschilpunt tussen de individuele aandeelhouders en de beleggers in instellingen voor collectieve beleggingen de rol van de financiële tussenpersoon betreft : waar deze voor de individuele aandeelhouders een relatief beperkte rol speelt, spelen financiële tussenpersonen voor de beleggers in instellingen voor collectieve beleggingen een meer voorname rol. Dit is het geval zowel wat betreft de “autonomie” van de investeringsbeslissing (in 60% van de gevallen wordt de investeringsbeslissing genomen samen met de tussenpersoon, dit tegenover 43% bij individuele aandeelhouders), als wat betreft de documenten die regelmatig worden geconsulteerd (47% tegenover 29% bij individuele aandeelhouders). Ondanks zijn belang, riskeert de synthesetabel niettemin enigszins een vertekend beeld te geven over de frequentie waarmee de documenten worden geconsulteerd. De studie geeft elders meer precieze details³⁰¹.

Figuur
Gebruikte informatie in de context van een opbouw van een beleggingsportefeuille



Het is interessant scherp te stellen op de eerste kolom (“jamais ou presque”). Dit betekent dat in 24% van de gevallen de documentatie van de bankier of de tussenpersoon de individuele belegger *helemaal niet* wordt gebruikt. In 51% van de gevallen worden de documenten van de vennootschap – het prospectus – helemaal niet als informatiedocument gebruikt. In 30% van de gevallen wordt het prospectus slechts “occasioneel” gebruikt. Indien deze twee percentages worden opgeteld, betekent dit

³⁰¹ Op 9.

dat in 81% van de gevallen het prospectus niet of slechts occasioneel wordt gebruikt door de individuele aandeelhouder om tot een investeringsbeslissing te komen³⁰².

73. WORDT EEN PROSPECTUS “BEGREPEN”? In een recente studie onderzochten CHOI, LAIBSON EN MADRIAN hoe een groep studenten van Harvard University College en een groep MBA studenten een geldbedrag van 10.000 USD verdeelde tussen vier index fondsen. De studenten kregen perfecte informatie, nl. voor elk van de mogelijke fondsen een prospectus, en voldoende tijd om hun beslissing te nemen. Aangezien index-fondsen op een passieve wijze de beursindex volgen, zou een rationele beleggingsbeslissing in essentie grotendeels bepaald moeten worden door de vergoeding die zulk fonds vraagt voor het passief beheer. Hun vaststellingen zijn verrassend: (1) de meeste studenten realiseerden zich niet dat de vergoedingen een belangrijk element waren bij het nemen van de beleggingsbeslissing³⁰³; (2) de sub-groep van studenten die zich wel realiseerde dat vergoedingen belangrijk zijn, kon de relevante informatie niet accuraat vinden in het prospectus; (3) meer transparantie omtrent de vergoedingsstructuur leidde ertoe dat meer studenten de vergoeding als belangrijk element beschouwden, en zorgde ook voor een afname in de keuze voor fondsen met hoge vergoedingen; (4) maar zelfs in het geval transparante informatie omtrent de vergoedingsstructuur werd gegeven, bleek dat beleggers toch niet belegden in de fondsen met de laagste vergoedingsstructuur; (5) de studenten waren wel geïnteresseerd in productnamen en eerder irrelevante informatie omtrent het historisch rendement³⁰⁴.

74. STUDIE UITGEVOERD DOOR DE FSA (2006) . Een andere interessante studie werd uitgevoerd door de Engelse toezichhoudende overheid om te beoordelen of een nieuw standaardtype van informatiedocumenten die in de context van levensverzekeringsproducten aan consumenten moeten worden meegedeeld, de consumenten “beter informeert”³⁰⁵. Zo zou het bestaande *Key Features Document* worden vervangen door een nieuw standaarddocument – de *Keyfacts Quick Guide* – die op 2 pagina’s de kerninformatie weergeeft van het financieel product, een afzonderlijk document – *Keyfacts - about your investment* – waarin de mogelijke opbrengsten van het product worden samengevat en een laatste document waarin de kosten zijn uitgelegd³⁰⁶. Interessant is de driedelige methodologie van de studie : in het eerste deel van de studie werden 200 consumenten die in het recent verleden een dergelijk financieel product hebben aangekocht, ondervraagd omtrent hun kennis en gedrag. 112 van deze consumenten kregen voor het interview de informatiedocumenten in het nieuw voorgestelde formaat (het “test sample”), de overige 88 consumenten kregen de informatiedocumenten in het bestaande formaat (het “control sample”)³⁰⁷. Een tweede deel van de studie bestond uit 20 interviews om specifiek

³⁰² Bovendien is de informatie doorgaans niet van die aard dat de beleggers een *incentive* wordt gegeven om het prospectus door te nemen. Zie vb. “[b]ij beursintroducties is het prospectus meestal pas bij de start van de inschrijving beschikbaar. Dat betekent dat beleggers die het prospectus direct opvragen dit document pas een dag later in bezit hebben en dan pas de gegevens van de onderneming en de voorwaarden van de plaatsing kunnen bestuderen en beoordelen. De inschrijvingsperiode is meestal beperkt tot een week of zelfs minder, waarbij de mogelijkheid bestaat de inschrijving vroegtijdig te sluiten. [...] De belegger moet zich noodgedwongen baseren op krantenberichten en de opinie van de accountmanager bij de bank, die het prospectus evenmin heeft bestudeerd. De inhoud van het prospectus vertoont bovendien tekortkomingen. Veelal wordt slechts een voorlopig prospectus gepubliceerd, mede omdat de uiteindelijke prijs via boekbuilding wordt vastgesteld. Hoe meer variabelen via dit systeem worden vastgesteld, des te geringer is de informatie in het voorlopig prospectus” (P.P.F. DE VRIES, “Geslaagde introductie”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1999, nr. 1, 3).

³⁰³ J. CHOI, D. LAIBSON en B. MADRIAN, “Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds”, 2006 (48 p.), 4-5 (beschikbaar op <http://www.som.yale.edu/faculty/jjc83/fees.pdf>).

³⁰⁴ Op 5.

³⁰⁵ FSA, “Investment disclosure research – Prepared for the Financial Services Authority by IFF Research Ltd” *Consumer Research* 55, november 2006 (147 p.).

³⁰⁶ Op 1.

³⁰⁷ Op 2 en 63. Het aanvankelijk genomen staal was veel ruimer. De volgende cijfers geven een idee over de uitgebreidheid van het onderzoek : “17,391 contacts screened; 57,880 telephone calls made; 1,299 interviewer hours worked to recruit, qualify and resolve queries with respondents; 800 potential qualifiers recruited (before being checked by IFF and FSA executive staff); 330 document packs sent out; and 200 interviews achieved” (op 63).

te testen of een gedeelte van de informatie – *More Important Information* – al dan niet beter wordt gepresenteerd in een afzonderlijk document. Een derde deel tenslotte betrof een zogenaamde *mock sales research* waar, op basis van 20 gesimuleerde verrichtingen, nagegaan werd wat het effect is van de adviseurs op het gebruik en de impact van de informatiedocumenten³⁰⁸. De resultaten van deze studie zijn verrassend. Ten eerste was er geen statistisch relevant verschil tussen de kennis en het begrip van de consumenten op basis van het bestaande informatiedocument tegenover het voorgestelde informatiedocument³⁰⁹. Hoewel *in abstracto* geoordeeld kon worden dat het nieuwe informatiepakket consumenten meer duidelijke en begrijpbare informatie zou verstrekken, bleek het effect *in concreto* bijzonder beperkt³¹⁰. Deze gegevens tonen aan dat beleidsmakers voorzichtig behoren te zijn over het praktisch effect van informatiedocumenten³¹¹. Maar in deze context belangrijker was de conclusie dat het algemeen niveau van kennis bijzonder laag was: “Generally levels of product knowledge were low. On average both test and control samples scored only 18 out of a total possible 100 points for correct responses given. [...] Product knowledge was lowest amongst investment bond buyers. In particular, they were more likely to (incorrectly) believe that some or all of their capital and returns were guaranteed. As might be expected, the most financially sophisticated investors and those from higher income households were slightly more knowledgeable. There were no other significant differences by key demographic groups or whether they had bought their product through an adviser or direct”³¹².

75. WORDT ER RATIONEEL GEREAGEERD OP BASIS VAN HET PROSPECTUS? In de recente gedragspsychologie werd vastgesteld dat, zelfs indien men beschikt over de juiste informatie, men niet – rationeel – op basis van deze informatie handelt³¹³. Zo is men ertoe geneigd om de waarschijnlijkheid

³⁰⁸ Zie 67: “The mock sales were conducted by two Independent Financial Advisers, two multi-tied advisers and two tied advisers. The mock sale was a four-stage process: 1) Respondents who recently bought (within the last two years) a personal pension, bond or investment product were recruited. 2) The advisers conducted a fact find with respondents. 3) Personalised documents were produced and the adviser took the respondent through them. 4) The respondent was given time to look through the documents and then interviewed on how they had found the process”.

³⁰⁹ Op 3: “There was no significant difference in consumers’ knowledge and understanding of the product between those who saw the new disclosure document pack and the control group who saw what was considered to be a very good example of the material provided under the current regime. This was the case both overall and across all the areas of knowledge examined”.

³¹⁰ Op 2-4: “[t]here was no significant difference in consumers’ knowledge and understanding of the product between those who saw the new disclosure document pack and the control group who saw what was considered to be a very good example of the material provided under the current regime [...]”; “[t]he new disclosure documentation had no significant impact on the likelihood of investors to read any of the information they were given during the sales process [...]”; “[s]ome investors, in both the test and control groups, complained there was just too much information in the packs generally (the pack included the firm’s product literature as well as the disclosure documents)”.

³¹¹ Het is interessant vast te stellen dat een andere studie (niet in de context van beleggingsproducten, maar in de context van hypotheekleningen) tot andere vaststellingen leidde. Dit lijkt aan te geven dat omzichtig moet worden omgesprongen met generalisaties omtrent het gedrag van de “financiële consument”. Zie FSA, “Consumers and mortgage disclosure documentation – Prepared for the Financial Services Authority by BMRB Social Research” *Consumer Research 54*, september 2006 (92 p.): “Comprehension of all the documents reviewed in the research was generally very good. However, a key theme that runs throughout the research is the variation in comprehension across consumers. Consumers who had experience of dealing with written documents, had an interest in financial products and were familiar with the mortgage process generally demonstrated a much clearer understanding of the purpose of the documents and the messages that were contained in them. By contrast, consumers with low levels of financial literacy often had problems with the documents and indicated that they would need help to understand them. Typically, these consumers had difficulties in understanding some of the financial language used in the documents, percentages and tabular information were not always fully understood and the use of tick boxes could be misunderstood [...]” (op 6-7).

³¹² Op 3.

³¹³ Cf. G. HERTIG, R. KRAAKMAN en E. ROCK, “Issuers and Investor Protection”, in: R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.), 193, op 206-207: “Market traders might fail to act on information for a variety of reasons. They may be unsophisticated or – what amounts to the same thing – lack the time and resources to assess what firms disclose. They may be overconfident. They may be agents, such as portfolio managers, who prefer to follow the crowd rather than risk their jobs by bucking conventional wisdom. Or, finally, even sophisticated investors might ignore information about the fundamentals in order to exploit markets fads and bubbles for profit”.

dat iets slechts zal overkomen lager in te schatten dan ze eigenlijk is³¹⁴. De kans dat men betrokken wordt bij een auto-ongeval, de kans dat men kanker krijgt van roken, de kans dat men HIV oploopt bij onveilige seksuele omgang, wordt systematisch lager ingeschat dan de statistische gemiddelden. Deze “optimisme-vertekening” (*optimism bias*) – net als een aantal andere, in de gedragspsychologie beschreven vertekeningen³¹⁵ – veroorzaakt een scheeftrekking in de rationaliteit waarmee men geacht wordt te handelen. SHLEIFER brengt een vorm van optimisme-vertekening naar voren als één van de mogelijke oorzaken van de internet bubble van de jaren negentig, namelijk dat de risico-inschatting op het einde van de twintigste eeuw systematisch verkeerd werd ingeschat : “The false sense of security about the stock market in 1998 may have come from the investors’ good fortune with stocks in the last two decades, or from some theory of how the world of global capitalism is safe for corporations. This perception would justify a low required return and hence a high valuation”³¹⁶. Daarnaast werd overtuigend aangetoond dat beleggers beïnvloed worden door de keuzen die zij moeten maken. Zo werd in een recente studie getest of de investeringsbeslissingen worden beïnvloed door de aangeboden keuzen. Kort samengevat, kwamen BENARTZI EN THALER daarbij tot de vaststelling dat indien aan de testsubjecten meer met beleggingsfondsen met een vast rendement werden aangeboden dan beleggingsfondsen met een variabel rendement, de testsubjecten ook meer kiezen voor beleggingsfondsen met een vast rendement – en vice versa³¹⁷. De investeringsbeslissingen werden rechtstreeks beïnvloed door de presentatie van informatie³¹⁸. De *behavioral finance* – en in haar zog de *behavioral law and economics* – heeft, vertrekkende van de *Prospect Theory* van KAHNEMAN EN TVERSKY³¹⁹, een hele reeks van dergelijke vertekeningen van de rationaliteit geïdentificeerd, waarbij voor economen de vraag rijst of de *Efficient Capital Markets Hypothesis* gecorrigeerd moet worden.

76. GEVOLGTREKKINGEN. In *Afdeling 4* komen we terug op de relatie tussen de rationaliteit van beleggers en de efficiëntie van markten. Echter, voor de doeleinden van deze afdeling kunnen we besluiten dat er weinig evidentie bestaat dat “informatie” de niet-professionele belegger rechtstreeks zal beschermen. Preciezer gezegd, op basis van recent empirisch materiaal lijkt men te kunnen en moeten stellen dat niet-professionele beleggers doorgaans het prospectus niet lezen, niet begrijpen en/of niet handelen op basis van een rationele inschatting van de informatie in het prospectus.

3.3.5. Perverse effecten van de prospectusplicht?

77. INFORMATIE BESCHERMT NIET. Het probleem met “informatie” als methode van rechtstreekse beleggersbescherming is dubbelgelaagd. In de vorige randnummers werd aangetoond dat het beschikbaar zijn van informatie, op zich, geen doeltreffende vorm van rechtstreekse beleggersbescherming is³²⁰. Dat de informatie in het prospectus niet wordt gelezen, niet wordt begrepen

³¹⁴ C. JOLLS en C. SUNSTEIN, “Debiasing through Law”, 35 *J. Legal Stud.*, 2006, 199, 204-205.

³¹⁵ A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 180.

³¹⁶ Idem.

³¹⁷ S. BENARTZI en R. THALER, “Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 570-601, 596 : “The array of funds offered to plan participants can have a strong influence on the asset allocation people select; as the number of stock funds increases, so does the allocation to equities. [...] If the plan offers many fixed-income funds the participants might invest too conservatively. Similarly, if the plan offers many equity funds the employees might invest too aggressively”.

³¹⁸ Zie tevens K. DANIEL, D. HIRSHLEIFER en A. SUBRAHMANYAM, “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreaction”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 460-501.

³¹⁹ D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, “On the Psychology of Prediction”, *Psychological Review*, 1973, 80, 237-251; D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, “Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk”, *Econometrica*, 1979, 47, 313-327.

³²⁰ Cf. tevens D. LANGEVOORT, “Information Technology and the Structure of Securities Regulation”, 98 *Harv. L. Rev.*, 1985, 747, 760 : “Once information has been obtained, it must be interpreted. To determine the value of an investment, an investor must formulate reasonable expectations of future yield, discounted for risk. Thus, informed investment decisionmaking involves not only the gathering of current, accurate data, but also the making of somewhat subjective predictions about future events. [...] Investment analysts, therefore, will survive the new technology. Nonetheless, competition among such analysts should lead to largescale automation of the objective elements of investment

of dat op basis daarvan niet wordt gehandeld, relativeert dat deze informatie zou moeten dienen als rechtstreekse bescherming van de niet-professionele belegger. Men zou zich toch nog tevreden kunnen stellen met de idee dat sommige – misschien niet vele – niet-professionele beleggers toch wat hebben aan deze informatie. Echter, meer zwaarwichtig is het argument dat prospectusplicht niet neutraal is als instrument van rechtstreekse beleggersbescherming, maar een instrument kan zijn dat afbreuk doet aan de beleggersbescherming. De informatie die is vrijgegeven in een prospectus kan immers tegen de belegger gebruikt worden, of zoals CESR in haar evaluatierapport van juni 2007 zelf stelt : “According to some respondents prospectuses have become extremely long documents with sometimes up to 1000 pages. *One of the reasons stated is that prospectuses are nowadays used as a means of keeping potential future litigation at bay*”³²¹. De bedenkers van de prospectusplicht gingen ervan uit dat deze zou neerkomen op een omdraaiing van het *caveat emptor* beginsel door een beginsel dat ook de verkoper moet opletten³²². Dit is nog steeds een actueel idee. Het is geen toeval dat deze toespraak in de context van de fraudegevallen in 2002 en 2003 opnieuw werd aangehaald, zoals onder meer door US senator SARBANES in de context van de Sarbanes Oxley Act³²³.

78. DE VRIJHEID VAN DE “GEÏNFORMEERDE BESLISSING”, EN DE DAARUIT VOORTVLOEIENDE VERANTWOORDELIJKHEID. Hierboven hebben we er reeds op gewezen dat de hedendaagse prospectusreglementering is gebaseerd op beleggersautonomie. Niet-professionele beleggers kunnen, net als professionele beleggers, de beleggingen maken die zij wensen te maken. Theoretisch zal de gemiddelde belegger – als rationeel individu – afhankelijk van het beleggingsrisico verwachten dat deze investering een groter of kleiner rendement zal opleveren. De informatie omtrent het risico is vervat in het prospectus : indien de gegeven informatie accuraat en volledig was, is het de belegger die de baten en de lasten van zijn of haar “geïnformeerde beslissing” draagt. Het informatieparadigma resulteert bijgevolg niet alleen een *vrijheid* maar ook een *verantwoordelijkheid*. Op voorwaarde dat de belegger accurate en volledige informatie is verstrekt omtrent de risico’s van de investeringsbeslissing, is hij of zij verantwoordelijk voor deze beslissing. Het prospectus kan zo een doorslaggevende rol spelen in het verweer tegen een belegger die achteraf beweert niet voldoende of fout geïnformeerd te zijn omtrent de risico’s van de belegging. Zo riskeert de vrijheid om een “geïnformeerde beslissing” te nemen als een boomerang in het gezicht van de niet-professionele belegger terug te slaan, precies als verweer tegen deze belegger. Als een prospectus dan toch een rol te spelen heeft in de relatie tussen de uitgevende instelling en de belegger, dan is het als beschermingsinstrument voor de uitgevende instelling, ten nadele van de belegger.

79. HET PERVERSE EFFECT VAN DE PROSPECTUSPLICHT. Dit komt overeen met het perverse effect van de prospectusplicht. De begunstigen van de prospectusplicht – namelijk niet-professionele, gewone beleggers – zijn ook diegenen die geacht worden hun investeringsbeslissingen te nemen op basis van de informatie die via het prospectus wordt verschaft. Hierboven is recent empirisch materieel samengevat dat aangeeft dat – wat iedereen reeds vermoedde – precies deze niet-professionele beleggers, doorgaans noch de informatie in prospectussen lezen, noch deze informatie begrijpen, noch op basis daarvan handelen. De prospectusplicht is bijgevolg als instrument van rechtstreekse beleggersbescherming niet relevant. Integendeel zelfs, in de mate dat de gegeven (maar niet-gelezen, niet-begrepen, of niet-verwerkte) informatie tegen de belegger wordt ingeroepen, is de prospectusplicht geen instrument van beleggersbescherming, maar een instrument dat tegen de niet-professionele

analysis”.

³²¹ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 16, nr. 58 (eigen cursivering).

³²² Cf. de toespraak van President ROOSEVELT bij de bespreking van de Securities Act op 29 maart 1933: “This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine ‘let the seller also beware’”. Zie tevens *Wilko v. Swan*, 346 U.S. 427 : “In response to a Presidential message urging that there be added to the ancient rule of caveat emptor the further doctrine of ‘let the seller also beware’, Congress passed the Securities Act of 1933. Designed to protect investors, the Act requires issuers, underwriters, and dealers to make full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and to prevent fraud in their sale”.

³²³ Zie P. SARBANES, “The SEC: A New Era”, 8 juni 2004, National Press Club (www.feri.org/common/news/details.cfm?QID=2143&clientid=11005).

belegger kan worden gebruikt.

3.4. POGING TOT HET FORMULEREN VAN EEN ALTERNATIEF MODEL VAN BELEGGERSBESCHERMING

80. DE “EFFICIENT MARKET FALLACY”. Zelfs indien professionele beleggers geen bijzondere toegang hebben tot “insider informatie”, zullen niet-professionele beleggers slechts een vergelijkbaar rendement (aangepast aan het risico) bekomen indien hun portfolio’s voldoende gediversifieerd zijn en hun transactiekosten deze van professionele beleggers benaderen³²⁴. Zonder deze belangrijke caveats zal de Efficiënte Kapitaalmarkten Hypothese – we onderzoeken dit ECMH in *Afdeling 4* – en het daarop gebaseerde informatieparadigma geen investeringsgelijkheid garanderen voor alle beleggers. JACKSON noemt dit de “efficient market fallacy” : “The problem of the efficient market fallacy is not just that it permits overbroad statements in law review articles. The fallacy also subtly influences the entire field of securities regulation in important ways. In promoting and trumpeting reforms designed to enhance the efficiency of our securities markets, public officials have implicitly been encouraging individual investors to trade in those markets without adequately apprising investors of the limited protections that market efficiency affords”³²⁵.

81. INFORMATIE ALS BEGIN, NIET ALS EINDPUNT. Niettemin mogen de beperkingen van het informatieparadigma, en de eerder gebrekkige rationaliteit van gewone beleggers, o.i. geen fatalistisch karakter hebben. Informatie – via prospectussen – mag dan al geen rechtstreekse vorm van beleggersbescherming zijn, het blijft wel een onrechtstreekse rol hebben van beleggersbescherming (zie *Afdeling 4*). De informatie van een prospectus vormt een beginpunt waarbij *correcte* informatie aan de markt wordt gecommuniceerd, hetgeen een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde voor een effectieve beleggersbescherming impliceert.

82. VERBAND MET MiFID. Deze zienswijze blijkt ten dele ook uit de consideransen van de MiFID-uitvoeringsrichtlijn³²⁶. Indien een gereguleerde onderneming aan haar “niet-professionele cliënten”³²⁷ een exemplaar verstrekt van een prospectus “mag dit niet worden gezien als de verstrekking door de onderneming van informatie aan een cliënt voor de toepassing van de voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening uit hoofde van [MiFID] die betrekking hebben op de kwaliteit en inhoud van deze informatie indien de onderneming in het kader van die richtlijn zelf niet verantwoordelijk is voor de informatie die in het prospectus wordt gegeven”³²⁸. Niet alleen betekent dit dat de gereguleerde

³²⁴ H. JACKSON, “To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns”, 28 *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 671, 673.

³²⁵ Idem, 673. Cf. tevens, recent, X. DIEUX, “Du ‘marché efficient’ au ‘marché fiable?’” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 397, op 403 : “On passe ainsi d’un système artificiellement justifié par l’hypothèse d’un marché efficient (‘efficient market’) à l’hypothèse, plus réaliste, mais qu’il ne faut pas surestimer pour autant, d’un marché fiable (‘reliable market’), assumant l’asymétrie d’information entre les acteurs sur le marché, asymétrie qu’il s’agit, non point d’éliminer, mais de diminuer autant qu’il est possible et légitime de le faire [...]”. O.i. gaat deze stelling te ver; we verwijzen dienaangaande naar de analyse in de volgende afdeling.

³²⁶ Considerans nr. 52 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Zie tevens CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 18, nr. 83 : “In particular it was noted that the conduct of business rules are intended to ensure that an investor is sold a suitable investment product in knowledge of all relevant facts. *This is particularly important in the case of retail investors who in practice are unlikely to read or fully understand complex prospectuses. It is vital to appreciate the parallel existence of the conduct of business rules and their link with the prospectus regime*” (eigen cursivering).

³²⁷ Omtrent deze notie, zie *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 3*.

³²⁸ Considerans nr. 52 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Wel dient ingevolge deze MiFID-Uitvoeringsrichtlijn aan een niet-professionele cliënt (of potentiële niet-professionele cliënt) te worden meegedeeld waar het prospectus verkrijgbaar is indien aan dergelijke cliënt informatie verstrekt over een financieel instrument dat op dat moment aan het publiek wordt aangeboden en als in verband met deze aanbieding een prospectus is gepubliceerd (art. 31.3 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn).

onderneming bijgevolg in principe niet verantwoordelijk kan worden gesteld voor de kwaliteit van de inhoud van het prospectus dat zij overhandigt aan een cliënt in het kader van een beleggingsdienst³²⁹. Ook doet de verstrekking van het prospectus niets af aan de verregaande gedragsregels inzake kwaliteit en inhoud van de informatie die door MiFID aan gereglementeerde ondernemingen zijn opgelegd³³⁰. De nadruk in de MiFID op gedragsregels die in wezen weinig met “informatieverstrekking” hebben te maken – zoals het loyauteitsbeginsel, de “ken-uw-cliënt”-vereisten, de regels inzake orderverwerking of de verplichting tot optimale uitvoering van orders – als middelen ter bescherming van beleggers, bevestigt o.i. verder dat informatie in de MiFID weliswaar een voorname plaats blijft innemen, die evenwel is ingekapseld in meer materiële gedragsregels.

83. DE GEBREKKIGE REIKWIJDTE VAN DE BELEGGERSBESCHERMING ANNO 2008. Het samenspel van de Prospectusrichtlijn en MiFID belet een belegger echter niet om onverstandige beslissingen te nemen. Zo bijvoorbeeld kan vandaag een niet-professionele belegger nog steeds zijn of haar beleggingsonderneming of bank verzoeken om een order uit te voeren waarbij het gehele vermogen wordt belegd in een niet-gediversifieerde portefeuille van risicovolle aandelen, om enkele maanden later vast te stellen dat dit vermogen in rook is opgegaan³³¹. Misschien kan de huidige regelgeving een gedeelte van het gedrag van beleggers beïnvloeden, zoals bekwaamheid, omstandigheden en kennis (met name de meer “objectieve factoren”). De meer “subjectieve factoren”, zoals vertrouwen, persoonlijkheid en opvattingen, ontsnappen daarentegen grotendeels aan de regelgeving, weze het de Prospectusrichtlijn dan wel de MiFID.

84. “DEBIASING THROUGH SUBSTANTIVE LAW”. De auteurs JOLLS EN SUNSTEIN wijzen erop dat het beschikbaar stellen van informatie niet effectief hoeft te zijn bij het corrigeren van dergelijke gedragsfactoren. Zo is aangetoond dat informatie de “optimism bias” (die ertoe kan leiden dat beleggers hun persoonlijke risico’s onderschatten *zelfs indien zij accurate informatie hebben omtrent de gemiddelde risico’s*) niet neutraliseert³³². JOLLS EN SUNSTEIN suggereren bijgevolg een alternatieve gedragssturing die ze “debiasing through substantive law” noemen. In deze “debiasing” beogen empirisch getoetste regels om de afwijkingen in de rationaliteit te corrigeren wanneer ze zich voordoen, en dit enerzijds via een heuristische methode en anderzijds via een omkaderingsmethode³³³. Op grond van een voorafgaande empirische toetsing zou moeten worden nagegaan hoe via juridische regels

³²⁹ V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279, 249.

³³⁰ Zie hieromtrent N. MOLONEY, “Innovation and Risk in EC Financial Market Regulation: New Instruments of Financial Market Intervention and the Committee of European Securities Regulators”, *European Law Review*, 2007, 627 en in een Belgische context onder meer P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers. Transposition en droit belge de la directive MiFID*, Louvain-la-neuve, Anthemis, 2008 (300 p.); V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279, 242. K. MARESCEAU, “De nieuwe gedragsregelen bij het verrichten van beleggingsdiensten”, *D.C.C.R.* 2007, 291; W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken”, *B.F.R.* 2007, 367; V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *B.F.R.* 2007, 396; G. VAN LERBERGHE, “MiFID, achtergronden en doelstellingen”, *Bank Fin.* 2007, 398; F. TANGHE en W. VAN DE WIELE, “MiFID en categorisatie van cliënten”, *Bank Fin.* 2007, 400; H. LANNON, “Het cliëntendossier en de zorgplicht onder MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 412; G. BERARD, “L’information du client dans le cadre de la directive MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 421; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007, 429; C. SIMONET, “De nouvelles obligations de Publications et Reporting des transactions: la pratique par l’exemple”, *Bank Fin.* 2007, 443; D. CAPRASSE, “Inducements under MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 449; D. ROZUMEK, “The MiFID Shadow Play”, *Bank Fin.* 2007, 460.

³³¹ Indien de dienstverlening naar de cliënt toe er een is van “execution-only” (en met name er geen diensten van beleggingsadvies of vermogensbeheer worden verstrekt), zal de gereglementeerde onderneming niet verplicht zijn om een passendheidsbeoordeling uit te voeren indien vier cumulatieve voorwaarden vervuld zijn. Zie, in detail: V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279, 264.

³³² *Idem*, 207.

³³³ *Idem*, 207-208.

aangetoonde “afwijkingen” van het rationele gedrag kunnen gecorrigeerd worden³³⁴.

85. AANPASSING VAN DE INFORMATIE OP BASIS VAN DE HEURISTISCHE METHODE. De heuristische methode zou beogen de inhoud van de informatie die (potentiële) beleggers krijgen, aan te passen zodanig dat deze inhoud meer effectief het gedrag van deze beleggers stuurt. De “optimism bias” bijvoorbeeld blijkt in grote mate gebaseerd te zijn op een onderliggend motief dat “het me niet zal overkomen”³³⁵. Door dit motief treden bij mensen systematische fouten op in de beoordeling van de waarschijnlijkheid waarmee een risico zich kan voordoen³³⁶. Indien echter een concreet geval van het risico wordt geïndividualiseerd, kan dat ertoe leiden dat de beleggers de mate van waarschijnlijkheid hoger zullen inschatten³³⁷. Het rookgedrag biedt daarvan een illustratie : indien rokers specifieke voorbeelden zien van de schade die door roken wordt veroorzaakt, zal het meer waarschijnlijk zijn dat ze ook daadwerkelijk geloven dat roken hen schade zal berokkenen³³⁸. JOLLS EN SUNSTEIN halen in deze context een ander geval van systematische onderschatting van risico’s aan : “[i]magine that women asked to estimate their risk of breast cancer are told, before giving their estimates, a poignant and detailed story about a woman their age with similar family and other circumstances who was diagnosed with breast cancer. If so, then the empirical results [...] suggest that the women's estimated probabilities will typically be higher”³³⁹.

86. AANPASSING VAN DE INFORMATIE OP BASIS VAN DE OMKADERINGSMETHODE. De omkaderingsmethode is daarentegen gebaseerd op aanpassingen in de omkadering van informatie. Mensen blijken immers anders te reageren op informatie, afhankelijk van het kader waarin deze informatie wordt aangeboden. Een illustratie daarvan is de informatie die gegeven wordt omtrent preventieve borstkanker-onderzoeken, waar studies hebben aangetoond dat campagnes die de positieve aspecten daarvan onderstrepen, minder gedragswijzigend effect hebben dan campagnes die de negatieve aspecten van het niet laten uitvoeren van zulke onderzoeken onderstrepen³⁴⁰. Bovendien kan ook de reductie van de informatie tot de essentiële boodschap ertoe leiden dat het precies deze informatie is waarop de belegger zich bij het nemen van zijn beslissing zal baseren³⁴¹.

87. “FINANCIËLE OPVOEDING” EN “FINANCIAL CAPABILITY”. Nog steeds in het verlengde van het informatieparadigma liggen diverse initiatieven van financiële opvoeding die in meerdere lidstaten opgang maken³⁴². Het belang van deze initiatieven is internationaal en door de Europese Commissie

³³⁴ C. JOLLS en C. SUNSTEIN, “Debiasing through Law”, 35 *J. Legal Stud.*, 2006, 199, 201. Idem, 202 : “The central idea of debiasing through substantive law is that in some cases it may be desirable to understand or to reform the substance of law - not merely the procedures by which the law is applied in an adjudicative setting - with an eye toward debiasing those who suffer from bounded rationality”.

³³⁵ Cf. A. SCHWARTZ en L. WILDE, “Imperfect Information in Markets for Contract Terms: The Examples of Warranties and Security Interests”, 69 *Virginia Law Review*, 1983, 1387-1485, op 1437 e.v.

³³⁶ Cf. A. TVERSKY en D. KAHNEMAN, “Extensional versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment”, 90 *Psychological Review*, 1983, 293-315.

³³⁷ C. JOLLS en C. SUNSTEIN, “Debiasing through Law”, 35 *J. Legal Stud.*, 2006, 199, 207-208; R. NISBETT, E. BORGIDA, R. CRANDALL en H. REED, “Popular Induction: Information Is Not Necessarily Informative” in : D. KAHNEMAN, P. SLOVIC en A. TVERSKY (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 1982, New York, Cambridge University Press, 107-116 (544 p.).

³³⁸ F. SLOAN, D. TAYLOR en V. SMITH, *The Smoking Puzzle: Information, Risk Perception, and Choice*, Cambridge, Harvard University Press, 1983, 157-179 (288 p.).

³³⁹ C. JOLLS en C. SUNSTEIN, “Debiasing through Law”, 35 *J. Legal Stud.*, 2006, 199, 210.

³⁴⁰ B. MEYEROWITZ en S. CHAIKEN, “The Effect of Message Framing on Breast Self-Examination: Attitudes, Intentions, and Behavior”, 52, *Journal of Personality and Social Psychology*, 1987, 500-510, op 505.

³⁴¹ R. STEENNOT, “Informatieverplichtingen bij beleggingsdiensten” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 783, 795 (die pleit tegen al te uitgebreide informatieverplichtingen). Zie tevens O. BAR-GILL, “The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts”, Law & Economics Research Paper Series – Working Paper No. 08-59, november 2008 (67 p.), 64.

³⁴² Zie de recent georganiseerde consultatie van de CBFA, *Verslag over het bevorderen van de financiële kennis in België*, oktober 2008 (47 p.) – wat als een schoolvoorbeeld van een open consultatie kan gelden – waarin de CBFA een veelheid van informatie van marktparticipanten

herhaaldelijk erkend³⁴³. Men kan financiële opvoeding evenwel zien als de ultieme bevestiging van het informatieparadigma en bijhorende autonomie en verantwoordelijkheid. De opgevoede belegger blijft immers nog steeds vrij de meest rampzalige beleggingsbeslissingen te nemen³⁴⁴. Een recent door de FSA bestelde studie concludeerde dat het zeer moeilijk was om financiële opvoedingsinitiatieven te evalueren³⁴⁵. Een andere, eveneens door de FSA bestelde, academische studie van juli 2008 van de LONDON SCHOOL OF ECONOMICS heeft aangetoond dat “[f]inancial capability involves knowledge and skills, but attempts to improve these may not lead to better outcomes. What people choose to know and what they do with their knowledge may primarily depend on their intrinsic psychological attributes. [...] If poor financial capability is mainly a matter of psychology, the information-based approach of the National Strategy for Financial Capability is likely to have only a modest effect in improving outcomes. Two links must hold for conventional financial education to be effective. Education must improve relevant knowledge and understanding (financial literacy) and better knowledge must change behaviour. Unscrambling causality from correlation is hard. The best empirical work finds that financial education is not likely to have major lasting effects on knowledge and especially on behaviour. Psychology may be the main driver of what people actually do. [...] Overall, there is a lack of direct evidence that the National Strategy for Financial Capability will substantially improve long-term financial decision making”³⁴⁶. Deze studie indachtig moet men voorzichtig zijn alle beleggersbeschermingsheil te verwachten van financiële opvoedingsinitiatieven.

88. DIVERSIFICATIE VERSUS INFORMATIE ALS EFFECTIEVERE VORM VAN BELEGGERSBESCHERMING. Al voorgaande ideeën en voorstellen blijven kaderen binnen het informatieparadigma. De vraag blijft echter of informatie – zelfs indien deze “beter” is aangepast om het gedrag te sturen – een adequate vorm is van rechtstreekse beleggersbescherming. Immers, volgens de efficiënte kapitaalmarktenhypothese (oftwel ECMH; zie uitgebreid daarover in de volgende afdeling) is *diversificatie* het voornaamste middel van beleggersbescherming, of, zoals FOX stelt : “[u]nder the efficient capital market hypothesis, securities prices are unbiased whether there is a great deal of information available about an issuer or very little. In other words, share prices will on average equal the actual value of the shares involved whether issuers are required to produce a lot of disclosure or only a little. Thus, greater disclosure is not necessary to protect investors from buying their shares at prices that are, on average, unfair, i.e., greater than their actual values. Now consider risk. With less information available about an issuer, share price, while still unbiased, is less accurate, i.e., it is more likely to be significantly off one way or the other from the share’s actual value. For an investor with a less than fully diversified portfolio, less share price accuracy can make the portfolio more risky. High quality disclosure would, to some extent, protect such an investor by reducing this risk. The investor,

heeft verzameld, een reeks bronnen heeft gesynthetiseerd alsook heeft geconsulteerd met academici en diverse belanghebbenden. Zie ook AMF, *Pour l’éducation économique et financière des épargnants*, 18 mei 2005 (26 p.). Voor een tot november 2007 geactualiseerd overzicht van de diverse projecten in de lidstaten zie : M. HABSCHICK, B. SEIDL, J. EVERS, D. KLOSE en Y. PARSIAN, *Survey of Financial Literacy Schemes in the EU*, november 2007 (108 p.).

³⁴³ Zie o.m. OESO, *Recommandation sur les principes et les bonnes pratiques relatifs à la sensibilisation et l’éducation financières*, juli 2005 (7 p.); EUROPESE COMMISSIE, “Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010”, 2005 (20 p.), 6-7 en de EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling omtrent financiële educatie”, december 2007, COM(2007) 226 definitief.

³⁴⁴ En, met wat kwade wil, kan men achteraf dan zelfs beweren dat de belegger heeft gehandeld in weerwil van zijn of haar opvoeding en had moeten weten dat de belegging niet geschikt was voor hem of haar.

³⁴⁵ A. ATKINSON, Evidence of impact: An overview of financial education evaluations – Prepared for the Financial Services Authority, mei 2008 (92 p.), gepubliceerd als FSA, *Consumer Research n° 68*, mei 2008 (92 p.), op 10-12.

³⁴⁶ D. DE MEZA, B. IRLENBUSCH EN D. REYNIERS, *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, juli 2008 (103 p.), 2 en 4 (gepubliceerd als FSA, *Consumer Research n° 69*, juli 2008 (108 p.)). Zie tevens (op 3) : “There is a set of biases involving incorrect information processing that we group under the heading ‘curse of knowledge’. People draw incorrect inferences, focus on inappropriate or unimportant data, are distracted by too much information and choice, may over-deliberate and otherwise misuse information. Unjustified optimism is rife. These errors may affect decision making in all the FSA capability domains. It is though unclear whether people can be educated out of their errors, whether education may sometimes exacerbate problems, or whether the best response is regulation of how information is presented”.

however, can protect herself much more effectively, and at less social cost, by simply diversifying more”³⁴⁷. De redenering van FOX – die o.i. gebaseerd is op de sterke vorm van de ECMH – overtuigt door zijn eenvoud. Het informatieparadigma is in deze vorm van de ECMH noch noodzakelijk om beleggers te beschermen tegen oneerlijke prijzen, noch noodzakelijk om hen tegen risico te beschermen. De aandelenprijzen zullen immers *gemiddeld* gelijk zijn aan de eigenlijke waarde van de aandelen, ongeacht de informatie die de uitgevende instellingen verstrekken. Wel kunnen de prijzen van *bepaalde* aandelen verschillen van hun eigenlijke waarde. Voor een investeerder met een minder dan volledig gediversifieerde portfolio kan daardoor deze portfolio meer risicovol worden. Waar de radicaliteit van deze redenering in vraag kan gesteld worden door zij die twijfelen aan de realiteit van de sterke vorm van de ECMH – en zij die twijfelen aan de ECMH in haar totaliteit – kan op basis van de huidige stand van de economische theorie niet weerlegd worden dat de voornaamste vorm van beleggersbescherming *diversificatie* is (met dien verstande dat elkeen machteloos staat tegen algemene waardeschommelingen ten gevolge van een beurscrash, depressie, oorlog, enz.).

89. EEN ALTERNATIEVE BELEGGERSBESCHERMING : VAN EEN INFORMATIEPARADIGMA NAAR EEN INTERMEDIATIEPARADIGMA. Om niet-professionele beleggers effectief – en maximaal – te beschermen, zou ervoor gekozen moeten worden om hen *te verplichten te diversifiëren*. Dat kan relatief makkelijk indien voor niet-professionele beleggers het informatieparadigma wordt vervangen door een *intermediatieparadigma*. Enkel professionele beleggers – de “gekwalificeerde beleggers” of de beleggers die inschrijven voor een bedrag van minimaal 50.000 EUR³⁴⁸ – zouden op de primaire markt “geïnformeerde beslissingen” kunnen nemen. De niet-professionele beleggers zouden daarentegen uitsluitend “geïntermedieerde beslissingen” kunnen en mogen nemen. Dit wil zeggen dat zij enkel nog zouden “geïntermedieerd” mogen beleggen, en dit hoofzakelijk op één van de volgende wijzen : (i) via beleggingsadvies of vermogensbeheer (waarbij zij worden bijgestaan door een gereguleerde onderneming die onderworpen is aan de gedragsregels van de MiFID; het laten plaatsen van orders zonder beleggingsadvies of vermogensbeheer – de zogenaamde “execution-only” – zou niet meer toegelaten zijn voor niet-professionele beleggers); (ii) via een collectieve beleggingsinstelling (waarbij normaliter de regelgeving inzake instellingen van collectief beleggingen van toepassing zal zijn); of (iii) via een verzekeringsonderneming of in het kader van een pensioenregeling. Indien het “informatieparadigma” voor niet-professionele beleggers wordt vervangen door een “intermediatieparadigma”, zal de bescherming van de niet-professionele belegger in de regel veel materiëler zijn, doordat in principe de maximale gedragsregels van de MiFID van toepassing zijn dan wel de inhoudelijke regels van onder meer de regelgeving inzake instellingen van collectieve beleggingen³⁴⁹, de verzekeringsregelgeving³⁵⁰ of de regelgeving inzake pensioeninstellingen van

³⁴⁷ M. FOX, “Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017, 1022.

³⁴⁸ Zie art. 3.2 Prospectusplicht en, uitgebreid, onze analyse van deze vrijstellingen in *Deel 2*.

³⁴⁹ In België zijn de MiFID gedragsregels niet van toepassing verklaard op de instellingen van collectieve beleggingen en, in beginsel, hun beheervenootschappen die deze instellingen commercialiseren. Niettemin is een machtiging gegeven aan de Koning om desgevallend de MiFID gedragsregels in de toekomst op te leggen (zie nieuw art. 169 wet van 20 juli 2004; verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, 29.304). Zie daaromtrent V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279, 234, voetnoot 76. Ter volledigheid moet gezegd worden dat indien de beheervenootschappen diensten van individuele discretionair vermogensbeheer in de zin van art. 3, 10° van de Wet van 20 juli 2004 zouden verrichten, zij wel moeten voldoen aan de MiFID gedragsregels. Zie nieuw art. 169 § 2 wet 20 juli 2004: “[d]e artikelen 27 en 28bis van de wet van 2 augustus 2002, en de ter uitvoering daarvan genomen besluiten, zijn van toepassing op beheervenootschappen van instellingen voor collectieve belegging, wat de uitoefening van de beleggingsdiensten bedoeld in artikel 3, 10° betreft”.

³⁵⁰ Zie H. COUSY, “‘Gedragsnormen’: een nieuwe rechtsbron in het financiële recht”, *DAOR*, 2007, 253-257 : “Een boeiende vraag is deze te weten of de gedragsregels de facto ook invloed zullen gaan uitoefenen op de regels en normen die de relaties beheersen van laatsgenoemde financiële tussenpersonen bij het stellen van andere verrichtingen dan de [...] verstrekking van beleggingsdiensten. Indien zulks het geval is, rijst de vraag in hoeverre de gedragsregels naar hun inhoud verschillen van deze die traditioneel (het weze op contractuele of op precontractuele basis) de relaties beheersen tussen verzekeraars, bankiers, tussenpersonen en hun cliënten” (zie tevens H. COUSY, “Les ‘règles de conduite’ et le droit des assurances”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 496, in het bijzonder 500-501). Zie verder, omtrent het wettelijk kader voor verzekeringsbemiddeling door een

toepassing zullen zijn. Deze materiële regels behelzen diverse verplichtingen die, rechtstreeks of onrechtstreeks tot doel hebben om de niet-professionele belegger te beschermen, en waarvan de diversificatieplicht de voornaamste plaats inneemt. Immers, waar in het informatieparadigma de belegger alle vrijheid – en verantwoordelijkheid – had om te bepalen wat de wenselijke graad van diversificatie is van zijn of haar effectenportefuille, wordt in het intermediatieparadigma deze beslissing genomen door de professionele belegger. Bij verplichte intermediatie zal een effectenportefuille noodzakelijk gediversifieerd zijn.

90. BELEIDSKEUZEN INZAKE EEN EFFECTIEVE BELEGGERSBESCHERMING. Of de diversificatie moet verplicht worden door aan niet-professionele beleggers op te leggen om geïntermediateerd te beleggen, is een beleidsbeslissing, die behoort genomen te worden op Europees niveau. Niettemin laat ook MiFID openingen toe om deze beleidskeuze reeds te implementeren op lidstatelijk niveau³⁵¹. Om deze reden zijn ook tussenschakelingen mogelijk (waar “financiële opvoeding” zeker een plaats heeft). Er is immers sprake van een continuüm van mogelijke reguleringskeuzes, tussen twee extremen. Het ene extreem is een *ongelimiteerd informatieparadigma* waarbij professionele beleggers en niet-professionele beleggers vrij zijn om eender welke investeringsbeslissing te nemen, zolang alle informatie accuraat en volledig bekend was. Het ander extreem is een volledig *intermediatieparadigma* waarbij niet-professionele beleggers enkel mogen beleggen via intermediatie, en de tussenpersonen de verantwoordelijkheden dragen die hen wettelijk en contractueel zijn opgelegd. In het midden van het continuüm liggen reguleringsopties die, in mindere of meerdere mate, niet-professionele beleggers voor een keuze stelt : ofwel beleggen ze niet-geïntermediateerd, en dan aanvaarden ze zelf de verantwoordelijkheid om een “geïnformeerde beslissing” te nemen, ofwel nemen ze een geïntermediateerde beslissing, waarvoor de professionele tussenpersonen dan, in meerdere of mindere mate, mee verantwoordelijk zijn.

3.5. TUSSENTIJDEN BESLUIT

Hoewel beleggersbescherming is aangemerkt als een uitdrukkelijke, rechtstreekse, doelstelling van de Prospectusrichtlijn, meenden we dat de vraag moet worden gesteld hoe de prospectusplicht bijdraagt tot de bescherming van de belegger. Het nemen van een geïnformeerde investeringsbeslissing vergt namelijk een aanzienlijke kostprijs. Indien een belegger rationeel gebruik wil maken van informatie, dient hij of zij deze op te sporen, te lezen, te analyseren en er rationeel gebruik van te maken, en bovendien zich rekenschap geven van de beperkingen ervan, zoals de noodzaak tot diversificatie. Sommige beleggers – de professionele beleggers – worden vergoed om de beschikbare informatie op een rationele wijze te analyseren en begrijpen, en hebben daartoe de nodige middelen, tijd en know-how ter beschikking. Hun spiegelbeeld zijn niet-professionele, “gewone” beleggers, die occasioneel en zonder bijzondere opleiding, achtergrond of ervaring in effecten beleggen. Waar precies een concrete belegger zich op dit continuüm bevindt, hangt weinig af van zijn of haar kwetsbaarheid of rijkdom, maar wordt in hoofdzaak bepaald door de wijze waarop rationeel met informatie wordt omgegaan.

makelaar en agent in financiële diensten : M. EYSKENS, *Makelaar en agent in de bank-, beleggings- en verzekeringssector*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van Doctor in de Rechten, oktober 2006 (595 p.), 13-318. Te noteren valt dat in principe noch de verzekeringsondernemingen, noch de verzekeringstussenpersonen onderworpen zijn aan de MiFID-vergunningsplicht (en dus evenmin de MiFID gedragsregels). Echter, indien het gewone bedrijf van de verzekeringsonderneming bestaat uit het verrichten of aanbieden van beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten, bovenop wat aldus is toegelaten, is zij vergunningsplichtig als beleggingsonderneming. Wat anderzijds de verzekeringstussenpersonen betreft, ligt de situatie nog delicaat. Men zal immers relatief snel kunnen argumenteren dat een adviesverlening “beleggingsadvies” uitmaakt. Zo stelde de Europese Commissie, in de context van adviesverlening betreffende verzekeringsproducten, dat: “[i]f the company which offers advice on assurance products also recommends particular financial instruments to its clients, it should obtain an authorization under MiFID” (Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 51). Zie hierover, in detail, V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279, 233.

³⁵¹ Een analyse daarvan gaat o.i. evenwel het bestek van ons onderzoek te buiten.

Dit onderscheid zit in zekere mate ook vervat in de Prospectusrichtlijn, die toelaat de prospectusplicht te moduleren in functie van de identiteit van de belegger aan wie effecten worden aangeboden (we noemden dit “beleggersmodulering”). Dergelijke beleggersmodulering impliceert echter een tweedeling : ofwel is men een professionele belegger³⁵², ofwel is men een niet-professionele belegger. Voor professionele beleggers komt de “modulering” van de prospectusplicht grotendeels neer op een “negatie” van het informatieparadigma. Door de prospectusvrijstelling is er immers geen geharmoniseerde prospectusplicht meer. Voor niet-professionele beleggers daarentegen is in principe geen beleggersmodulering meer mogelijk : de geharmoniseerde prospectusplicht zal in wezen integraal van toepassing zijn. De dichotomie tussen enerzijds het volledige informatieparadigma (voor niet-professionele beleggers) en de negatie daarvan (voor professionele beleggers) doet ons concluderen dat de doelstelling van de beleggersbescherming die vervat zit in de Prospectusrichtlijn in wezen beperkt is tot de bescherming van de *niet-professionele* belegger.

Om deze reden hebben we het gedrag van *niet-professionele* beleggers onderzocht, namelijk : (i) wordt het prospectus door deze beleggers gelezen?; (ii) wordt het prospectus door deze beleggers begrepen?; en ten slotte (iii) handelen deze beleggers op basis van deze informatie? Deze vragen zijn ontleend aan artikel 5.1 Prospectusrichtlijn, hetgeen voorschrijft dat het prospectus moet worden “gepresenteerd in een vorm die makkelijk te analyseren en te begrijpen is” en de “noodzakelijke informatie” moet vormen om de beleggers “in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen” omtrent zijn of haar investeringsbeslissing. Op basis van recent empirisch onderzoek blijkt men deze vragen negatief te moeten beantwoorden : niet-professionele beleggers zullen doorgaans het prospectus niet lezen, niet begrijpen en/of niet handelen op basis van een rationele inschatting van de informatie in het prospectus. Deze vaststelling staat op gespannen voet met het feit dat, op voorwaarde dat de belegger accurate en volledige informatie is verstrekt omtrent de risico’s van de investeringsbeslissing, hij of zij verantwoordelijk is voor deze beslissing. We noemen dit het perverse effect van de prospectusplicht : de gegeven informatie werkt niet als rechtstreekse bescherming van beleggers, maar eerder als bescherming tegen beleggers.

Dat brengt ons ten slotte bij de vraag of er alternatieven bestaan die wel beleggersbescherming bewerkstelligen. Aangezien de meest effectieve vorm van rechtstreekse beleggersbescherming erin bestaat om de niet-professionele beleggers te verplichten *gediversifieerd* te beleggen, zou de wetgever voor niet-professionele beleggers een *intermediatieparadigma* kunnen opleggen in plaats van een informatieparadigma. In dit intermediatieparadigma zouden niet-professionele beleggers enkel nog “geïntermedieerd” mogen beleggen (bijvoorbeeld via vermogensbeheer, via een collectieve beleggingsinstelling, via een verzekeringsonderneming of in het kader van een pensioenregeling). Bij verplichte intermediatie zal de effectenportefeuille van de niet-professionele belegger noodzakelijk gediversifieerd zijn en zal deze belegger rechtstreeks beschermd worden door de materiële regels – de MiFID gedragsregels, de verzekeringsregelgeving dan wel de regels inzake instellingen van collectieve beleggingen of inzake pensioeninstellingen – die van toepassing zijn op de gereguleerde onderneming met wie hij of zij contracteert.

³⁵² Hetzij als gekwalificeerd belegger, hetzij als belegger die inschrijft op effecten voor een minimale nominale waarde van 50.000 EUR (zie in detail *Deel 2, Hoofdstuk 3*).

AFDELING 4. EFFICIËNTIE VAN DE MARKTEN ALS WEZENLIJKE DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT

4.1. OPZET

91. MARKTEFFICIËNTIE ALS DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSPLICHT. *Afdeling 3* leidde tot het (tussentijds) besluit dat ernstige indicaties bestaan dat beleggersbescherming geen eigenlijke doelstelling is van de prospectusplicht. Of beter gezegd : prospectusplicht zal niet-professionele beleggers niet rechtstreeks beschermen. Het tegendeel lijkt eerder waar. *Afdeling 4* onderzoekt of de tweede doelstelling – het waarborgen van een efficiënte markt – wel bereikt wordt door de prospectusplicht. Bijzondere nadruk daarbij gaat ook naar de prospectusplicht als vorm van *onrechtstreekse* beleggersbescherming – namelijk de bescherming aan beleggers via de verhoogde efficiëntie en transparantie van de markten.

4.2. VERANKERING VAN MARKTEFFICIËNTIE IN HET RECHT

4.2.1. Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening

92. MARKTEFFICIËNTIE ALS DOELSTELLING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN EN DE PROSPECTUSVERORDENING. Net als beleggersbescherming neemt marktefficiëntie als uitdrukkelijke, rechtstreekse, doelstelling van de Prospectusrichtlijn een voorname plaats in. consideransen nrs. 10³⁵³, 33³⁵⁴, 41³⁵⁵, 46³⁵⁶ en art. 21.4³⁵⁷, en meer impliciet bevatten consideransen nrs. 22³⁵⁸ en 37³⁵⁹ verwijzingen naar de “efficiëntie van de markt”, of afgeleiden daarvan. De talloze verwijzingen in de Prospectusrichtlijn naar “technische ontwikkelingen op de financiële markten” zijn daarentegen eerder

³⁵³ “Deze richtlijn en de maatregelen ter uitvoering ervan hebben ten doel de beleggers te beschermen *en de efficiëntie van de markt te waarborgen*, overeenkomstig de hoge standaarden die door de relevante internationale gremia zijn vastgesteld” (eigen cursivering).

³⁵⁴ “Om te voorkomen dat lacunes in de Gemeenschapswetgeving het vertrouwen van het publiek ondermijnen en *afbreuk doen aan de goede werking van de financiële markten*, dient ook reclame te worden geharmoniseerd” (eigen cursivering).

³⁵⁵ “[...] bij kleine beleggers en kleine en middelgrote ondernemingen moet voor vertrouwen in de financiële markten worden gezorgd *door strenge normen ten aanzien van de transparantie op de financiële markten te bevorderen*”; “innovaties op de financiële markten moeten, *ter wille van de dynamiek en doelmatigheid van die markten, worden gestimuleerd*”; “verschillen tussen de nationale financiële markten *moeten worden geëerbiedigd wanneer deze de samenhang van de interne markt niet bovenmatig aantasten*”; “de samenhang met andere gemeenschapswetgeving op dit gebied moet worden gewaarborgd, *daar een onevenwichtige informatievoorziening en een gebrek aan transparantie de werking van de markten in gevaar kunnen brengen* en vooral consumenten en kleine beleggers kunnen schaden” (eigen cursivering).

³⁵⁶ “De door de Commissie te verrichten evaluatie van de toepassing van deze richtlijn dient in het bijzonder te zijn toegespitst op het proces van goedkeuring van prospectussen door de bevoegde autoriteiten van de lidstaten, en meer in het algemeen op de toepassing van het beginsel van de lidstaat van herkomst, *alsmede op de vraag of de toepassing van dit beginsel problemen met zich kan brengen op het gebied van de bescherming van de beleggers en de efficiëntie van de markt*” (eigen cursivering).

³⁵⁷ “Wanneer de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, heeft de bevoegde autoriteit ook het recht om: a) de uitgevende instelling te verplichten alle relevante informatie openbaar te maken die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, teneinde de bescherming van de beleggers *en de goede werking van de markt te garanderen* [...]” (eigen cursivering).

³⁵⁸ “Door de toepassing van deze IOSCO-standaarden voor de informatievoorziening zullen de markten en beleggers over betere informatie kunnen beschikken en zal de procedure voor communautaire uitgevende instellingen die in derde landen kapitaal wensen aan te trekken eenvoudiger worden” (eigen cursivering).

³⁵⁹ “De aanwijzing van één voor de goedkeuring van het prospectus bevoegde autoriteit moet geen beletsel vormen voor samenwerking met andere entiteiten om een efficiënte controle en goedkeuring van prospectussen *in het belang van zowel uitgevende instellingen, beleggers, marktdeelnemers als markten te waarborgen*” (eigen cursivering).

een verwijzing naar het Lamfalussy-reguleringsproces dan de efficiëntie van de markten³⁶⁰. Hoewel de Prospectusverordening grotendeels beoogt deze efficiëntie te waarborgen (zie hierna), zijn er vreemd genoeg geen uitdrukkelijke verwijzingen naar deze doelstelling.

4.2.2. MiFID en Transparantierichtlijn

93. VERGELIJKING MET DE MiFID EN DE TRANSPARANTIERICHTLIJN. Ook MiFID verwijst op diverse plaatsen uitdrukkelijk naar “marktefficiëntie” – of afgeleiden daarvan – als één van haar doelstellingen, meer bepaald in consideransen nrs. 5³⁶¹, 44³⁶², 71³⁶³ en artt. 14.1³⁶⁴ en 40³⁶⁵. De Transparantierichtlijn stelt in considerans nr. 1 dat : “[e]fficiënte, transparante en geïntegreerde effectenmarkten dragen bij tot de totstandkoming van een echte interne markt in de Gemeenschap en werken de groei en de schepping van werkgelegenheid in de hand dankzij een betere kapitaalallocatie en kostenvermindering”³⁶⁶ en verwijst ook in consideransen nrs. 27³⁶⁷ en 36³⁶⁸ naar “marktefficiëntie”.

4.2.3. IOSCO

94. MARKTEFFICIËNTIE EN IOSCO. Ook volgens IOSCO is, naast de prospectusplicht een

³⁶⁰ Zie artt. 4.3, 5.5, 8.4, 10.4, 11.3, 13.7, 14.8, 15.7 Prospectusrichtlijn.

³⁶¹ “Er dient een allesomvattend regelgevingskader voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten [...] te worden vastgesteld om te garanderen dat de uitvoering van transacties van beleggers aan de hoogste normen beantwoordt en dat de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële stelsel gehandhaafd blijft [...]” (eigen cursivering).

³⁶² “In de dubbele optiek van beleggersbescherming en een *goede werking van de effectenmarkten dient de transparantie van transacties te worden gewaarborgd* en moeten de regels die met het oog daarop zijn vastgesteld, van toepassing zijn op beleggingsondernemingen wanneer zij op de markt activiteiten ontplooiën” (eigen cursivering).

³⁶³ “De verwezenlijking van de doelstelling om een geïntegreerde financiële markt tot stand te brengen waarop de beleggers afdoende bescherming genieten *en de efficiëntie en integriteit van de markt als geheel gewaarborgd zijn*, vereist de vaststelling van een gemeenschappelijke regelgeving die geldt voor alle beleggingsondernemingen, ongeacht in welke lidstaat zij een vergunning hebben verkregen, en die tevens de werking van gereglementeerde markten en andere handelssystemen regelt om te voorkomen dat de ondoorzichtigheid of verstoring van één markt de efficiënte werking van het gehele Europese financiële stelsel ondermijnt” (eigen cursivering).

³⁶⁴ “De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen of marktexploitanten die een MTF exploiteren, [...] ook transparante en niet-discretionaire regels en procedures moeten vaststellen die een *billijke en ordelijke handel garanderen, alsmede objectieve criteria voor de efficiënte uitvoering van orders moeten vastleggen*” (eigen cursivering). Cf. tevens 14.5 MiFID : “[...] efficiënte afwikkeling van de volgens de systemen van de MTF uitgevoerde transacties te bevorderen”.

³⁶⁵ “De lidstaten schrijven voor dat gereglementeerde markten duidelijke en transparante regels moeten hebben vastgesteld betreffende de toelating van financiële instrumenten tot de handel. Deze regels zorgen ervoor dat alle financiële instrumenten die tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, *op billijke, ordelijke en efficiënte wijze kunnen worden verhandeld en dat zij, in het geval van effecten, vrij verhandelbaar zijn*” (eigen cursivering).

³⁶⁶ Verder wordt in considerans nr. 1 gesteld dat : “[d]e openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een duurzaam vertrouwen bij beleggers en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede”.

³⁶⁷ “Om een doeltreffende bescherming van de beleggers *en de goede werking van gereglementeerde markten te waarborgen*, moeten de voorschriften in verband met de informatie die moet worden bekendgemaakt door uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, ook van toepassing zijn op uitgevende instellingen die hun statutaire zetel niet in een lidstaat hebben en die niet onder de werkingssfeer van artikel 48 van het Verdrag vallen” (eigen cursivering).

³⁶⁸ Vb. “het vertrouwen van beleggers in de financiële markten moet worden opgebouwd door *hoge normen met betrekking tot de transparantie op financiële markten te bevorderen*”; “innovatie op de financiële markten moet worden gestimuleerd om deze dynamisch en doelmatig te maken”; “de samenhang met andere communautaire wetgeving op dit gebied moet worden gewaarborgd, omdat *een onevenwichtige informatievoorziening en een gebrek aan transparantie de werking van de markten in gevaar kunnen brengen en vooral nadelig kunnen zijn voor consumenten en kleine beleggers*” (eigen cursivering).

instrument om, naast beleggersbescherming, te bewerkstelligen dat de markten eerlijk, efficiënt en transparant zijn. In deze context kan verwezen worden naar afdeling 3.2 hierboven³⁶⁹.

4.3. DE PROSPECTUSPLICHT, GEKADERD IN EEN THEORIE VAN MARKTEFFICIËNTIE

4.3.1. De “Efficiënte Kapitaalmarkten Hypothese” (ECMH)

95. DE “EFFICIENT MARKET CAPITAL HYPOTHESIS” (ECMH). De Efficiënte Kapitaalmarkten Hypothese (Efficient Capital Markets Hypothesis of ECMH) stelt dat de prijs van een effect gelijk is aan de “fundamentele waarde” daarvan. De prijs van een effect is met andere woorden correct³⁷⁰. Daarmee grijpt de ECMH terug naar één van de basisinzichten van HAYEK : “[w]e must look at the price system as [...] a mechanism for communicating information if we want to understand its real function. [...] The most significant fact about this system is the economy of knowledge with which it operates, or how little the individual participants need to know in order to be able to take the right action [...]”³⁷¹

96. DE ECMH EN DE FUNDAMENTELE WAARDE VAN EFFECTEN. De fundamentele waarde die in de prijzen van effecten geïncorporeerd is, is gelijk aan de gecorrigeerde som van alle verwachte toekomstige geldstromen³⁷². De ECMH postuleert in dat opzicht dat, ten eerste, verwachtingen omtrent de toekomstige geldstromen gebaseerd zijn *op alle beschikbare informatie*, en dat de correcties gebeuren door rationele beleggers op basis van normatief aanvaardbare specificaties³⁷³. Ten tweede postuleert de ECMH dat de vele willekeurige vergissingen in individuele investeringsbeslissingen in de markt mekaar opheffen : individuele vergissingen gebeuren onafhankelijk van mekaar of zijn hoogstens licht gecorreleerd³⁷⁴. Dit is, kort gezegd, de theoretische grondgedachte van de ECMH³⁷⁵. In de mate dat in een efficiënte markt de prijzen correct zijn, bestaat daarom ook geen “gratis lunch”³⁷⁶. Anders gezegd

³⁶⁹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mei 2003, 22-24.

³⁷⁰ A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 2.

³⁷¹ F. HAYEK, “The Use of Knowledge in Society”, *The American Economic Review*, 1945/35, 519-530, 527.

³⁷² In het Engels : *discounted sum of expected future cash flows*.

³⁷³ Zo vb. N. BARBERIS en R. THALER, “A Survey of Behavioral Finance”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 1-75, 3. Hieruit volgt dat het ECMH noodzakelijk aangevuld wordt met een model dat in een dergelijke correctie voorziet. Typisch is dat het Capital Asset Pricing Model (of CAPM) model dat is ingevoerd door SHARPE (zie W. SHARPE, “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *The Journal of Finance*, 1964/19, 425-442). Dit maakt de ECMH strikt genomen niet bewijsbaar, aangezien een dubbele hypothese moet getest worden (zie E. FAMA, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, 1991/46, 1575-1617, 1575 : “Thus, market efficiency per se is not testable”).

³⁷⁴ H. PESARAN, “Market Efficiency Today”, CFS Working Paper No. 2006/01 (15 p.), 5.

³⁷⁵ E. FAMA, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 1970, 25/2, 383-417; E. FAMA, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, 1991/46, 1575-1617; E. FAMA en K. FRENCH, “Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 1989/25, 23-49; B. MALKIEL, “The Efficient Market Hypothesis and its Critics”, *Journal of Economic Perspectives*, 2003/ 17, 59-82; M. PESARAN en A. TIMMERMANN, “The Robustness and Economic Significance of Predictability of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 1995/50, 1201-1228; H. PESARAN, “Market Efficiency Today”, CFS Working Paper No. 2006/01 (15 p.).

³⁷⁶ Idem. Zie tevens J. FARMER en A. LO, “Frontiers of Finance: Evolution and Efficient Markets”, *Proc. Natl. Acad. Sci.*, 1999/96, 9991, op 9991: “[t]his concept of informational efficiency has a wonderfully counterintuitive and seemingly contradictory flavor to it: the more efficient the market, the more random the sequence of price changes generated by such a market must be, and the most efficient market of all is one in which price changes are completely random and unpredictable. This, of course, is not an accident of nature but is the direct outcome of many active participants attempting to profit from their information. Unable to curtail their greed, an army of investors aggressively pounce on even the smallest informational advantages at their disposal, and, in doing so, they incorporate their information into market prices and quickly eliminate the profit opportunities that gave rise to their actions. If this occurs instantaneously, which it must in an idealized world of “frictionless” markets and costless trading, then prices must always fully reflect all available information, and no profits can be garnered from

zal in de ECMH geen enkele beleggingsstrategie een gemiddeld rendement opleveren dat groter is dan het risico dat met deze beleggingsstrategie wordt genomen³⁷⁷ : het is daarom onmogelijk om consistent de markt te verslagen³⁷⁸. De studie van het gemiddelde rendement van mutual funds die JENSEN in 1968 uitvoerde, geldt nog steeds als één van de sterkste indicaties dat, conform de voorspellingen van de ECMH, het ook voor actieve fondsbeheerders onmogelijk is om de markten consistent te verslagen³⁷⁹. Meer nog, de vergoedingen die aan de actieve fondsbeheerders moeten betaald worden, leiden ertoe dat een gediversifieerde belegging, op basis van vogelpik, in wezen een hoger netto-rendement geeft³⁸⁰.

4.3.2. De ECMH gerelativeerd

97. DE ECMH EN EMPIRISCH ONDERZOEK. Het is belangrijk te weten dat deze theorie grondig empirisch onderzoek heeft doorstaan. De vraag in welke mate de prijzen correct zijn – dit wil zeggen alle beschikbare informatie incorporeren – is empirisch in drie varianten getest. Ten eerste, de zwakke vorm van de ECMH (weak form tests), waarbij de prijzen alle historische informatie zouden incorporeren; ten tweede, de halfsterke vorm van de ECMH (semi-strong tests), waarbij de prijzen zich efficiënt aanpassen aan alle andere informatie die publiek beschikbaar is; en ten derde de sterke vorm van de ECMH (strong form) waarbij de prijzen ook niet-publiek beschikbare informatie incorporeren³⁸¹. Volgens FAMA, één van de grondleggers van de ECMH³⁸²: “[...] like any other extreme null hypothesis, we do not expect it to be literally true. The categorization of the tests into weak, semi-strong, and strong form will serve the useful purpose of allowing us to pinpoint the level of information at which the hypothesis breaks down. And we shall contend that there is no important evidence against the hypothesis in the weak and semi-strong form tests (i.e., prices seem to efficiently adjust to obviously publicly available information), and only limited evidence against the hypothesis in the strong form tests (i.e., monopolistic access to information about prices does not seem to be a prevalent phenomenon in the investment community)”³⁸³.

98. FUNDAMENTELE VERONDERSTELLINGEN. Niettemin moet men echter blijven onderkennen dat de ECMH een economische *hypothese* is die – hoewel geschraagd door empirisch onderzoek – geldt tot het tegendeel bewezen is³⁸⁴. Bovendien is het van belang om de veronderstellingen waarop de ECMH zelf is gebaseerd goed te begrijpen. De ECMH postuleert met name dat een markt pas efficiënt zal zijn indien (i) geen transactiekosten bestaan voor het verhandelen van effecten, (ii) alle marktparticipanten kosteloze toegang hebben tot alle beschikbare informatie en (iii) de marktparticipanten rationeel handelen, of minstens overeenstemming bestaat omtrent hoe de verwachtingen van toekomstige geldstromen en de correctie zal dienen te gebeuren³⁸⁵. Indien deze voorwaarden niet vervuld zijn, geldt

information-based trading (because such profits have already been captured)”.

³⁷⁷ Idem, 3 : “no investment strategy can earn excess risk-adjusted average returns, or average returns greater than are warranted for its risk”.

³⁷⁸ J. BERK, “Five Myths of Active Portfolio Management”, <http://faculty.haas.berkeley.edu/berk/myth.html>; J. BERK en R. GREEN, “Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets”, *Journal of Political Economy*, 2004, 112(6), 1269-1295.

³⁷⁹ M. JENSEN, “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1968”, *Journal of Finance*, 1968, 23, 389-416. Zie verder o.m. M. RUBINSTEIN, “Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case”, *Financial Analysts Journal* 57, 2001, 15-29, 21. Zie tevens B. COLMANT, R. GILLET en A. SZAFARZ, *Efficiency des marchés – Concepts, bulls spéculatives et image comptable*, Brussel, Larcier, 2003 (95 p.), 6-8.

³⁸⁰ Idem.

³⁸¹ E. FAMA, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 1970, 25/2, 383-417, 383 en 414. Zie, voor een algemene bespreking, B. COLMANT, R. GILLET en A. SZAFARZ, *Efficiency des marchés – Concepts, bulls spéculatives et image comptable*, Brussel, Larcier, 2003 (95 p.), 8 e.v.

³⁸² P. SAMUELSON, “Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”, *Industrial Management Review*, 1965/ 6, 41-49.

³⁸³ Op 388.

³⁸⁴ L. CUNNINGHAM, “From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis”, 62 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1994, 546, 548-550.

³⁸⁵ N. GORDON en L. KORNHAUSER, “Efficient Markets, Costly Information and Securities Research”, 60 *N.Y.U. L. Rev.*, 1985, 761, 796-824 : “[...] no transaction costs in trading securities, costless access by all market participants to all available information, and agreement by

strikt genomen de ECMH niet. Het moet daarbij worden opgemerkt dat het niet zeker is welke markten op heden aan deze voorwaarden voldoen. Beleidsmakers – alsook academici en rechters – moeten bijgevolg in elk geval zeer omzichtig omspringen om de theorie van de ECMH onverkort op een bepaalde markt toe te passen (zie tevens *Afdeling 4.4* hierna).

99. DE ECMH ALS EEN “IDEALE MARKT”. Om die reden is gesuggereerd dat de ECMH moet worden beschouwd als een ideale markt die als referentiepunt kan dienen om de “graad van efficiëntie” van een reële markt te beoordelen³⁸⁶. Efficiëntie wordt in dat geval een relatief begrip. Ook in andere literatuur werd geargumenteed dat markten niet volledig efficiënt kunnen zijn. Zo stellen GROSSMAN EN STIGLITZ dat aangezien informatie in de werkelijkheid kostbaar is, de prijzen niet perfect de beschikbare informatie kunnen reflecteren, omdat, als zij dat wel zou doen, degenen die middelen aanwenden om de informatie te verwerken, daarvoor niet gecompenseerd zouden worden³⁸⁷. De auteurs stellen dat : “[t]here is a fundamental conflict between the efficiency with which markets spread information and the incentives to acquire information”³⁸⁸. Indien het enerzijds waar is dat informatie kostbaar is, en anderzijds de ECMH correct is, zouden markten ophouden te functioneren³⁸⁹. In een andere publicatie stelt GROSSMAN : “[i]n an economy with complete markets, the price system does act in such a way that individuals, observing only prices, and acting in self interest, generate allocations which are efficient. However, such economies need not be stable because prices are revealing so much information that incentives for the collection of information are removed. The price system can be maintained only when it is noisy enough so that traders who collect information can hide that information from other traders. When this occurs some traders want very much to know why prices are, for example, unusually high. It is not enough for traders to observe only prices”³⁹⁰.

100. BEHAVIORAL FINANCE. Bovendien heeft ook de veronderstelling dat marktparticipanten “rationeel” handelen, tot diverse vragen geleid waarop de *behavioral finance* literatuur een antwoord tracht te bieden³⁹¹. In het voetspoor van de invloedrijke artikels van KAHNEMAN EN TVERSKY³⁹² werden

market participants as to implications of such information for the current price and distributions of future price of each security”. Zie tevens R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 549, 591-609; D. LANGEVOORT, “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited”, 140 *U. Pa. L. Rev.*, 1992, 851, 872-912.

³⁸⁶ W FARMER en A. LO, “Frontiers of Finance: Evolution and Efficient Markets”, *Proc. Natl. Acad. Sci.*, 1999/96, 9991, 9992.

³⁸⁷ S. GROSSMAN en J. STIGLITZ, “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, *The American Economic Review*, 1980, 70/3, 393-408, 404-405.

³⁸⁸ *Idem*, 405.

³⁸⁹ Meer precies op 404 : “[...] each informed trader, because he is in a competitive market, feels that he could stop paying for information and do as well as a trader who pays nothing for information. But all informed traders feel this way. Hence having any positive fraction informed is not an equilibrium. Having no one informed is also not an equilibrium, because then each trader, taking the price as given, feels that here are profits to be made from becoming informed. Efficient Markets theorists seem to be aware that costless information is a sufficient condition for prices to fully reflect all available information (see Fama, 387); they are not aware that it is a necessary condition”. Cf. tevens E. ELTON, M. GRUBER, S. DAS en M. HLAVKA, “Efficiency with Costly Information : A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios”, *The Review of Financial Studies*, 1993/6, nr. 1, 1-22.

³⁹⁰ S. GROSSMAN, “On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information”, *Journal of Finance*, 1976, 31, 573-585, 585. Zie tevens J. KO en Z. HUANGA, “Arrogance Can Be a Virtue: Overconfidence, Information Acquisition, and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84/2, 529-560, 529-531 : “We find first that a market with overconfident investors generally has better price quality than a rational market as long as the level of overconfidence is not too high. When this cognitive bias is not large, the effect of overconfidence on introducing new information into prices dominates its effect on driving prices away from rational values. In addition, we find that price quality can even improve when the level of overconfidence is arbitrarily high, depending on the amount of private information acquired relative to publicly available information. Price quality improves in this case when there is an abundance of private information produced, i.e., when the number of active investors and per capita expenditure in information acquisition are sufficiently high. These results run contrary to the behavioral presumption that cognitive biases make markets function less efficiently. Our analysis shows that overconfident investors can indeed improve the quality of prices through their information acquisition activities even in the absence of rational traders”.

³⁹¹ R. THALER, “Preface”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712

ernstige correcties aangebracht op het model van de rationele belegger. Zoals SHLEIFER opmerkte : “[i]nvestors follow the advice of financial gurus, fail to diversify, actively trade stocks and churn their portfolios, sell winning stocks and hold on to losing stocks [...], buy and sell actively and expensively managed funds, follow stock price patterns and other popular models. In short, investors hardly pursue the passive strategies expected of uniformed market participants by the efficient markets theory”³⁹³. Diverse psychologische processen tasten de rationaliteit van beleggers die beslissingen moeten nemen onder onzekerheid aan³⁹⁴. De voorbeelden daarvan zijn legio. Zo wordt voor onzekere voorspellingen teveel belang gehecht aan het onmiddellijke verleden : recente snelle stijgingen van de winst van een uitgevende instelling kunnen beleggers ertoe aanzetten om deze winstgroei te projecteren naar de toekomst, en zo de uitgevende instelling hoger te waarderen dan haar fundamentele waarde³⁹⁵. Een ander voorbeeld is *framing* : afhankelijk van hoe bepaalde informatie gepresenteerd wordt, zullen beleggers andere investeringsbeslissingen nemen³⁹⁶. Nog een ander voorbeeld is de vaststelling dat beleggers ervoor terugdeinzen om aandelen die in waarde zijn verminderd, te verkopen³⁹⁷. Omgekeerd hebben beleggers ook een “teveel aan vertrouwen” (*overconfidence*) waardoor zij teveel verhandelen³⁹⁸. Verder lijken beleggers ook te overschatten hoe zijzelf informatie genereren, identificeren of begrijpen³⁹⁹. De lijst met afwijkingen op de rationaliteit van beleggers is indrukwekkend, zoals blijkt uit de lijst die RUBINSTEIN opneemt in zijn verdediging van de ECMH⁴⁰⁰.

p.), xi : “I think that many economists began to take behavioral approaches to finance more seriously on October 19, 1987, when stock prices fell over 20 percent on a day without any important news (other than the crash itself). If that is the case, then the rise and fall of the Internet bubble has surely solidified the view that the rational models have trouble explaining all that we see in financial markets. It is quite hard to claim that NASDAQ was rationally priced at both 5000 and 1300 within a couple of years. I think it is now generally accepted that it is essential to understand how investors behave if we are to truly understand how prices behave”.

³⁹² D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, “On the Psychology of Prediction”, *Psychological Review*, 1973, 80, 237-251; D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, “Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk”, *Econometrica*, 1979, 47, 313-327.

³⁹³ A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 10.

³⁹⁴ Cf. K. DANIEL, D. HIRSHLEIFER en A. SUBRAHMANYAM, “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreaction”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 460-501.

³⁹⁵ A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 11. Zie tevens D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, “On the Psychology of Prediction”, *Psychological Review*, 1973, 80, 237-251.

³⁹⁶ Zie S. BENARTZI en R. THALER, “Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 570-601, 596 : “The array of funds offered to plan participants can have a strong influence on the asset allocation people select; as the number of stock funds increases, so does the allocation to equities. [...] If the plan offers many fixed-income funds the participants might invest too conservatively. Similarly, if the plan offers many equity funds the employees might invest too aggressively”.

³⁹⁷ De zgn. “loss aversion”. Zie T. ODEAN, “Volume Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average”, *Journal of Finance*, 1998, 53, 1887-1934.

³⁹⁸ T. ODEAN, “Do Investors Trade Too Much?”, *American Economic Review*, 1999, 89, 1279-1298; T. ODEAN, “Volume Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average”, *Journal of Finance*, 1998, 53, 1887-1934; B. BARBER en T. ODEAN, “Individual Investors”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 543-569, R. THALER, “Preface”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), xv-xvi.

³⁹⁹ K. DANIEL, D. HIRSHLEIFER en A. SUBRAHMANYAM, “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions”, *Journal of Finance*, 1998, 53, 1839-1885, 1841 : “In financial markets, analysts and investors generate information for trading through means, such as interviewing management, verifying rumors, and analyzing financial statements, which can be executed with varying degrees of skill. If an investor overestimates his ability to generate information, or to identify the significance of existing data that others neglect, he will underestimate his forecast errors. If investors are more overconfident about signals or assessments with which they have greater personal involvement, they will tend to be overconfident about the information that they themselves have generated but not about public signals. Thus we define an *overconfident* investor as one who overestimates the precision of his private information signal, but not of information signals publicly received by all”.

⁴⁰⁰ Vrij naar M. RUBINSTEIN, “Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case”, *Financial Analysts Journal* 57, 2001, 15-29, 17 : “Reference points and loss aversion (not necessarily inconsistent with rationality) [Endowment effect: what you start with matters; Status quo bias: more to lose than to gain by departing from current situation; House money effect: nouveau riche are not very risk averse],

101. CORRECTIES OP DE ECMH? De vraag die kan worden gesteld is of – en in welke mate – de ECMH moet worden gecorrigeerd op deze basis⁴⁰¹. Een antwoord op deze vraag kan uiteraard niet worden gegeven in een juridisch onderzoek. Wel is het belangrijk te noteren dat de “irrationaliteit” van de behavioral finance niet noodzakelijk incompatibel is met de “rationaliteit” van de ECMH. Zoals hierboven aangegeven, postuleert de ECMH dat de vele willekeurige vergissingen in individuele investeringsbeslissingen in de markt mekaar opheffen. Deze vorm van “arbitrage” incorporeert irrationaliteit in de ECMH. Immers, het is geen probleem dat individuele beleggers irrationeel verkopen : andere beleggers zullen op basis van een correcte waardebeoordeling, de effecten wel aan de juiste prijs aankopen. Echter, het is niet zo dat in de markt die toelaat efficiënt informatie te incorporeren in de prijzen, deze prijzen de fundamentele waarden reflecteren : de markt kan “informatieel efficiënt”, maar niet “fundamenteel efficiënt” zijn⁴⁰². Ook de arbitrageurs, de professionele investeerders – zijn mensen, die potentieel onderhevig zijn aan dezelfde afwijkingen op de rationaliteit. Bovendien zijn de acties van professionele investeerders gedetermineerd door het gedrag van anderen, of zoals STIGLITZ in zijn toespraak ter gelegenheid van de uitreiking van de Nobelprijs stelde : “the major determinant of one’s environment is the behavior of others, and their behavior may in turn depend on their beliefs about others’ behavior”⁴⁰³. Arbitrage in de echte wereld is immers risicovol⁴⁰⁴. Stel dat een professionele investeerder op basis van een rationele beoordeling van de toekomstige geldstromen vaststelt dat een effect verkeerd geprijsd is, en deze belegger beslist het effect daarom aan te kopen, dan nog riskeert deze dat de verkeerde waardering alsmaar erger wordt⁴⁰⁵. SHLEIFER stelt vast dat : “[a]n arbitrageur who tried to exploit this apparent mispricing is unlikely still to be in business”⁴⁰⁶.

Overconfidence [Overconfidence about the precision of private information, Biased self-attribution (perhaps leading to overconfidence), Illusion of knowledge: overconfidence arising from being given partial information, Disposition effect: tendency to hold losers but sell winners, Illusion of control: unfounded belief in being able to influence events], *Statistical errors* [Gambler’s fallacy: need to see patterns when, in fact, there are none, Very rare events assigned probabilities much too high or too low, Ellsberg paradox: perceiving differences between risk and uncertainty, Extrapolation bias: failure to correct for regression to the mean and sample size, Excessive weight given to personal or anecdotal experiences relative to large-sample statistics, Overreaction: excessive weight placed on recent relative to historical evidence, Failure to adjust probabilities for hindsight and selection bias, Miscellaneous errors in reasoning, Violations of basic Savage axioms, namely, the sure-thing principle, dominance, transitivity], *Sunk costs influencing decisions*, [Preferences not independent of elicitation methods, Compartmentalization and mental accounting, “Magical” thinking: believing you can influence the outcome when you cannot, Dynamic inconsistency: negative discount rates, “debt aversion”], *Tendency to gamble and take on unnecessary risks in some situations* [Overpricing long shots, Selective attention and herding (as evidenced by fads and fashions)], *Poor self-control* [Selective recall, Anchoring and framing biases, Cognitive dissonance and minimizing regret (the “confirmation trap”), Disjunction effect: waiting for information even if it is not important to the decision], Time diversification, Tendency of experts to overweight the results of models and theories, Conjunction fallacy: probability of two things co-occurring believed more probable than a single one, Confusion of probabilities with preferences (religion, money management), Freudian defense mechanisms: repression, displacement, reaction formation, isolation of affect, undoing, somatization, conversion, Kleinian defense mechanisms: splitting, projective identification, introjection, denial”.

⁴⁰¹ Cf. R. SHILLER, “From Efficient Market Theory to Behavioral Finance”, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385, oktober 2002 (44 p.), op 32-33 : “[W]e have to distance ourselves from the presumption that financial markets always work well, and that price changes always reflect genuine information. Evidence from behavioural finance helps us to understand, for example, that the recent stock worldwide stock market boom, and then crash after 2000, had its origins in human foibles and arbitrary feedback relations, and must have generated real and substantial misallocation of resources. The challenge for economists is to make this reality a better part of their models”.

⁴⁰² J. TOBIN, “On the Efficiency of the Financial System”, *Lloyds Bank Rev.*, 1984, 1.

⁴⁰³ J. STIGLITZ, “Information and the Change in the Paradigm In Economics”, *Prize Lecture*, 2001, 472-540, 521 (www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf).

⁴⁰⁴ A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.), 13-14.

⁴⁰⁵ Idem, 14. Zie tevens A. SHLEIFER en L. SUMMERS, “The Noise Trader Approach to Finance”, *J. Econ. Persp.*, 1990, 19; J. STIGLITZ, “Symposium on Bubbles”, *J. Econ. Persp.*, 1990, 13.

⁴⁰⁶ Idem, 15-16.

4.4. DE PROSPECTUSPLICHT ALS HEFBOOM VOOR MARKTEFFICIËNTIE

102. DE ECMH EN DE PROSPECTUSREGLEMENTERING IN DE V.S. EN EUROPA. In de literatuur is terecht opgemerkt dat reeds in de jaren dertig van vorige eeuw de ECMH intuïtief werd toegepast bij de totstandkoming van de Securities Act⁴⁰⁷. Zo werd door het US Congress gesteld dat : “no investor, no speculator, can safely buy and sell securities upon exchanges without having an intelligent basis for forming his judgment as to the value of the securities he buys or sells. The idea of a free and open public market is *built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security [bring] about a situation when the market price reflects as nearly as possible a just price*” (eigen cursivering)⁴⁰⁸. Dit is als het ware een intuïtieve parafrasering van de (halfsterke) vorm van de ECMH, die pas decennia later voor het eerst duidelijk zou worden gearticuleerd. Vanaf de jaren zeventig van vorige eeuw biedt de ECMH echter een uitgebouwde theoretische rechtvaardiging voor de prospectusplicht (en het onderliggend informatieparadigma)⁴⁰⁹. De ECMH werd de leidende theorie die voornamelijk in de Verenigde Staten een determinerende invloed heeft uitgeoefend op de herregulering⁴¹⁰, als gevolg waarvan de zogenaamde “integrated disclosure”, “incorporation by reference” en “shelf registration” werden ingevoerd⁴¹¹, procedures werden vereenvoudigd⁴¹², en bepaalde vrijstellingen, zoals de “Rule 144A”, werden geïntroduceerd⁴¹³. Via de Prospectusrichtlijn vonden verscheidene van deze concepten, zij het geamendeerd, daarna hun weg naar Europa⁴¹⁴.

103. PROSPECTUSPLICHT EN DE ECMH. De prospectusplicht past inderdaad in de logica van de ECMH. De via de prospectusplicht publiek beschikbaar gemaakte informatie bekleedt immers een cruciale plaats in zowel de zwakke en halfsterke vormen van de ECMH. Deze informatie kan er namelijk toe bijdragen dat (i) de markten accurater worden, (ii) de markten stabiel en liquider worden en (iii) de controlemechanismen op de markt versterkt worden.

⁴⁰⁷ H. MERKT, “European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach”, *ECFR* 1/2004, 1-33, 8.

⁴⁰⁸ *Idem*, 8.

⁴⁰⁹ Twee in 1984 verschenen artikels hebben met name een belangrijke invloed gehad voor de integratie van de ECMH in het academisch debat omtrent de prospectusplicht : R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, *70 Va. L. Rev.*, 1984, 549 en J. COFFEE, “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, *70 Va. L. Rev.*, 1984, 717.

⁴¹⁰ De invloed van het ECMH reikt bovendien verder dan het effectenrecht *sensu stricto*. Zie vb. de *Uniform Prudent Investor Act*, die is omgezet in talloze Staten van de Verenigde Staten : Section 2(a) A trustee shall invest and manage trust assets as a prudent investor would, by considering the purposes, terms, distribution requirements, and other circumstances of the trust. In satisfying this standard, the trustee shall exercise reasonable care, skill, and caution. (b) A trustee's investment and management decisions respecting individual assets must be evaluated not in isolation but in the context of the trust portfolio as a whole and as a part of an overall investment strategy having risk and return objectives reasonably suited to the trust. (c) Among circumstances that a trustee shall consider in investing and managing trust assets are such of the following as are relevant to the trust or its beneficiaries: (1) general economic conditions; (2) the possible effect of inflation or deflation; (3) the expected tax consequences of investment decisions or strategies; (4) the role that each investment or course of action plays within the overall trust portfolio, which may include financial assets, interests in closely held enterprises, tangible and intangible personal property, and real property; (5) the expected total return from income and the appreciation of capital; (6) other resources of the beneficiaries; (7) needs for liquidity, regularity of income, and preservation or appreciation of capital; and (8) an asset's special relationship or special value [...] Section 3. A trustee shall diversify the investments of the trust unless the trustee reasonably determines that, because of special circumstances, the purposes of the trust are better served without diversifying. Zie R. SITKOFF, “Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency”, *28 Iowa J. Corp. L.*, 2003, 565, 583 alsook voetnoot 103 en de talloze verwijzingen aldaar.

⁴¹¹ Zie o.m. Securities Act Release No. 6383 47 Fed. Reg. 11380, 16 maart 1982; Securities Act Release No. 6423 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 83250, 2 september 1982; Fed. Securities Act Release No. 6499, 48 Fed. Reg. 52889, 17 november 1983; J. COATES, “Private vs. Political Choice of Securities Regulation: A Political Cost/Benefit Analysis”, *41 Va. J. Int'l L.* 531, 2000, 553.

⁴¹² C. JOHNSON, *Corporate Finance and the Securities Laws*, Aspen Law & Business, 1990 (1345 p.), 428-435; J. COATES, “Private vs. Political Choice of Securities Regulation: A Political Cost/Benefit Analysis”, *41 Va. J. Int'l L.* 531, 2000, 553.

⁴¹³ J. COATES, “Private vs. Political Choice of Securities Regulation: A Political Cost/Benefit Analysis”, *41 Va. J. Int'l L.* 531, 2000, 553.

⁴¹⁴ Zie uitgebreid *Deel 2*.

104. ACCURAAATHEID VAN DE MARKT. Ten eerste is het prijsmechanisme voor effecten geënt op informatie : de prijzen worden op basis van de historische (zwakke vorm) of de publiek beschikbare (halfsterke vorm) informatie bepaald. Met andere woorden zal *alle* informatie die beschikbaar wordt gesteld, de selectie van voorgestelde investeringsprojecten verbeteren⁴¹⁵, waardoor de prijs van de effecten meer accuraat wordt⁴¹⁶ : de beperkte middelen zullen immers bij voorkeur worden besteed aan betere investeringsprojecten. Als gevolg daarvan zal ook de kapitaalkost van een uitgevende instelling geënt zijn op de sociale kost van het investeren van de beperkte middelen in het investeringsproject van deze uitgevende instelling⁴¹⁷. Publieke informatie vermindert voor outsiders bovendien de zoekkosten naar informatie (wat is de informatie?), de verificatiekosten (is de informatie correct?) en de analysekosten (wat is de impact van deze informatie op de prijs?), of anders gezegd de kosten om tot accurate prijzen te komen⁴¹⁸. Indien deze informatie niet publiek beschikbaar zou zijn, zouden outsiders immers elk methodes moeten vinden om informatie op te sporen en in te schatten. Dit zou tot een duplicatie van kosten leiden⁴¹⁹.

105. STABILITEIT EN LIQUIDITEIT VAN DE MARKT. Door de informatie die via de prospectusplicht publiek wordt beschikbaar gemaakt, zullen beleggers bovendien ook concurrenten van de uitgevende instelling beter kunnen begrijpen, en de markt waarop zij actief zijn⁴²⁰. De markt wordt hierdoor transparanter en de prijsmechanismen worden efficiënter, wat meer stabiliteit en minder volatiliteit tot gevolg heeft⁴²¹. Daarnaast wordt de markt ook meer liquide door de informatie⁴²².

⁴¹⁵ M. FOX, "Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure", 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017, 1021. Zie tevens M. FOX, "The Political Economy of Statutory Reach: U.S. Disclosure Rules in a Globalizing Market for Securities", 97 *Mich. L. Rev.*, 1998, 696; M. FOX, "Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment", 85 *Va. L. Rev.*, 1999, 1335; M. FOX, "The Securities Globalization Disclosure Debate", 78 *Wash. U. L. Q.*, 2000, 567; M. FOX, "The Issuer Choice Debate", 2 *Theoretical Inquiries in L.*, 2001, 563; M. FOX, "Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom", 95 *Mich. L. Rev.*, 1997, 2498, zie o.m. 2594 : "Start with the simplified case in which the B issuers whose shares are involved in standard or issuer-country transactions are new firms seeking capital for their initial project. Assume also that only the quality of the idea, and not the quality of management, affects future return in this world. Improved project choice is thus the only improved resource allocation efficiency gain to be considered".

⁴¹⁶ M. FOX, "Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment", 85 *Va. L. Rev.*, 1999, 1335, 1357 : "When more information is available about an issuer, its share price is likely to be closer, on one side or the other, to actual value. This enhanced accuracy represents a gain to the less than fully diversified investor, because it reduces the risk of holding the issuer's shares in her portfolio". Deze auteur vervolgt evenwel dat : "Since the risk that is reduced is unsystematic, however, the issuer's share price will not on average be any higher than it would be absent this disclosure - the fundamental lesson of the capital asset pricing model. Thus, the issuer's managers receive no corresponding reward for the benefit enjoyed by the investors" (op 1357-1358). Met de verwijzing naar het *capital asset pricing model (CAPM)* wordt bedoeld dat de markt geen beloning geeft voor een afname in het niet-systematisch risico aangezien een investeerder dit niet-systematisch risico kan elimineren door een voldoende gediversifieerde portfolio aan te houden (zie vb. R. BREALEY en S. MYERS, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 1996, 5^e ed., 160-64). FOX concludeert om deze reden dat : "The fact that less than fully diversified investors could protect themselves in this fashion suggests that this gain from greater disclosure offers a less compelling reason for mandatory disclosure [...]. Nevertheless, since less than fully diversified investors exist and will continue to exist irrespective of the government's regulatory choices, the reduction in risk for these investors does represent a social gain".

⁴¹⁷ M. FOX, "Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure", 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017, 1021.

⁴¹⁸ Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, "The Essential Role of Securities Regulation", 55 *Duke L.J.*, 2006, 711, 737 en de talrijke verwijzingen aldaar. Zie tevens J. COFFEE, "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System", 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 717, 722 e.v.

⁴¹⁹ *Idem*, 738.

⁴²⁰ *Idem*, 1022 : "Consider second how an issuer's disclosure produces additional social benefits derived from its effects on the behavior of other issuers. Information about one issuer helps investors understand better the prospects and operations of other issuers as well, particularly the issuer's competitors, major suppliers, and customers. As a result, capital allocation and managerial agency cost reduction are improved for these other issuers as well through the same mechanisms described just above".

⁴²¹ Zo o.m. A. LEVENSON, "The Role of the SEC as a Consumer Protection Agency", 27 *Bus. Law.*, 1971, 61, 62.

⁴²² Zie Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, "The Essential Role of Securities Regulation", 55 *Duke L.J.*, 2006, 711, 740 : "Finally, the effects that disclosure duties have on information traders improve liquidity and thus benefit liquidity traders as well. First, more public disclosure leads to fewer instances of asymmetric information between traders. Second, more public disclosure lowers the expected value of

106. CONTROLE VAN DE MARKT. Een derde voordeel van de prospectusplicht bestaat erin dat transparantie het management en de bestuurders ertoe zal aanzetten om zich meer diligent en eerlijk te gedragen aangezien zij niet alleen weten dat hun gedragingen het daglicht zullen zien⁴²³, maar ook geconfronteerd zullen worden met een prijs die deze deze gedragingen reflecteert. Dit is met andere woorden het *preventief aspect* van het informatieparadigma, namelijk een dam opwerpen tegen toekomstige fraude⁴²⁴. In een *law and economics* benadering heet dit dat de kosten (“agency costs”) die aandeelhouders zouden moeten maken om de bestuurders te monitoren, daardoor verminderd worden⁴²⁵. Bovendien kan de transparantie de markt voor *corporate control* en aandeelhoudersactivisme aanwakkeren. Indien informatie aan het licht brengt dat het management zich niet gedraagt op een wijze die de waarde voor de aandeelhouders maximaliseert, kan de prijs van de uitgevende instelling worden aangetast, hetgeen op zijn beurt aanleiding kan geven tot een overnamebieding⁴²⁶. Omgekeerd kan transparantie ook het gebruik van management verloning op basis van de aandelprijs (share-price-based management compensation) mogelijk maken, wat mee kan helpen om de belangen van aandeelhouders te aligneren met de belangen van het management⁴²⁷.

107. VERBAND MET BELEGGERSBESCHERMING. Uit de bespreking van de consideransen van de Prospectusrichtlijn (zie *Afdeling 4.2*) bleek dat de marktefficiëntie voor de Europese wetgever in grote mate in verband staat met het *vertrouwen* van beleggers in de markt. Dat is o.i. terecht. Een verhoogde marktefficiëntie betekent immers dat de prijzen van effecten meer hun fundamentele waarde zullen benaderen. Dit is hoe de prospectusplicht niet-professionele beleggers beschermt. Niet via informatie die rechtstreeks een beleggingsbeslissing moet beïnvloeden. Maar wel via informatie die leidt tot meer accurate prijzen en die zo, onrechtstreeks, de niet-professionele belegger die effecten aankoopt, beschermt. Het collectief effect daarvan komt neer op wat men zou kunnen noemen het vertrouwen van beleggers.

108. CONCRETE EVENT STUDIES. Men kan opmerken dat de hierboven aangehaalde effecten van de prospectusplicht theoretisch zijn. In een aantal concrete *event studies* werd gepoogd het precieze effect van de prospectusplicht in de reële markt te meten. Deze *event studies*, hoewel niet conclusief, lijken erop te wijzen dat de prospectusplicht inderdaad kan bijdragen tot een verhoogde marktefficiëntie. Zo vergeleek STIGLER het rendement voor beleggers bij nieuwe uitgaven in de periode tussen 1923 en 1927 met het rendement bij nieuwe uitgaven in de periode tussen 1949 en 1955⁴²⁸. In beide periodes verloren beleggers geld in vergelijking met de markt⁴²⁹. In een andere studie vergeleek JARRELL het rendement

asymmetric information. Indeed, as disclosure improves, informational advantages among traders would have to be gained through insightful analysis of public information, and not from access to inside information. Third, disclosure duties subsidize search costs and facilitate a competitive market for information traders. As competition among information traders intensifies, the ability of each individual information trader to exploit informational advantages diminishes. All these effects reduce the risk that market makers face of trading against more informed traders, which in turn produces a lower bid-ask spread (i.e., high liquidity). Higher liquidity will, in turn, increase trading by liquidity traders and reduce the discount rate that traders apply to the market due to asymmetric information. Consequently, both increased liquidity and lower cost of capital for firms will have a positive effect on the efficiency of the market”.

⁴²³ J. SELIGMAN, “The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System”, 9 *J. Corp. L.*, 1983, 1.

⁴²⁴ S. CHOI en A. PRITCHARD, “Behavioral Economics and the SEC”, 56 *Stan. L. Rev.*, 2003, 1, 22; A. SOMMER, “Random Thoughts on Disclosure as ‘Consumer’ Protection”, 27 *Bus. Law.*, 1971, 85, 87.

⁴²⁵ P. MAHONEY, “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, 1047, 1048-1051.

⁴²⁶ M. FOX, “Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017, 1022 : “It also increases the threat of hostile takeover when managers engage in non-share-value-maximizing behavior. It does so both by making a takeover less risky for potential acquirers and by reducing the chance that a value-enhancing acquisition will be deterred because the target has an inaccurately high share price”.

⁴²⁷ *Idem*, 1022.

⁴²⁸ G. STIGLER, “Public Regulation of the Securities Market”, 37 *J. Bus.*, 1964, 117.

⁴²⁹ Zie tevens C. SIMON, “The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues”, 79 *Am. Econ. Rev.*, 1989, 295.

voor de vijf jaren onmiddellijk voor en na de invoering van de *Securities Act*⁴³⁰. Zowel de studie van STIGLER als de studie van JARRELL leken aan te duiden dat de volatiliteit na de inwerkingtreding van de *Securities Act* verminderd was (hetgeen duidt op een reductie van risico)⁴³¹. In haar invloedrijke artikel *Empowering Investors* ging ROMANO in op de performantie van onervaren (unseasoned) uitgevende instellingen voor en na de *Securities Act* ten opzichte van meer ervaren uitgevende instellingen. Zij stelde vast dat zowel voor als na de invoering van de *Securities Act* onervaren uitgevende instellingen significant slechter presteren dan nieuwe uitgaven van meer ervaren uitgevende instellingen⁴³².

109. CAVEATS BIJ HET GEBRUIK VAN DE ECMH ALS BASIS VOOR DE PROSPECTUSREGLEMENTERING. Wie zich inspireert op de ECMH – en in het bijzonder wie het beleid wil afstemmen op de ECMH – moet de uitgangspunten en de veronderstellingen van de ECMH ernstig nemen. Hierboven werd reeds verwezen naar wat JACKSON de “efficient market fallacy” noemt : de ECMH wordt niet zelden verkeerd voorgesteld of gedeeltelijk geciteerd⁴³³. Beleidsmakers hebben ter zake een belangrijke verantwoordelijkheid. De zaken worden nog complexer dan ze al waren, onder invloed van de *behavioral finance*. Hierboven (*Afdeling 4.3.2 en 4.3.3*) werd verwezen naar de veronderstellingen waarop de ECMH is gebaseerd. Een markt zal efficiënter worden indien de transactiekosten worden gereduceerd. De reductie van de transactiekosten heeft immers tot gevolg dat arbitrage makkelijker wordt gemaakt. Afwijkingen op de fundamentele waarde worden op deze wijze efficiënter – en goedkoper – gecorrigeerd. Ten tweede moet de toegang tot informatie zoveel als mogelijk kosteloos moet zijn⁴³⁴. Het is van belang om “kost” in economische zin te begrijpen. Indien de informatie kosteloos is, maar moeilijk op te sporen of te analyseren is, is de informatie economisch niet kosteloos⁴³⁵. GEIGER stelde dat de uniformiteit van de informatie precies één van de essentiële voordelen was van harmonisatie van de prospectusreglementering⁴³⁶. Hetzelfde werd beaamd door EASTERBROOK EN FISCHER: “[s]tandardization of disclosure goes straight to the source of third-party effects. Imposition of a standard format and time of disclosure facilitates comparative use of what is

⁴³⁰ G. JARRELL, “The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues”, 24 *J.L. & Econ.*, 1981, 613. Zie tevens F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Londen/Cambridge, Harvard University Press, 1991 (370 p.), 311-313.

⁴³¹ A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1, 13-14. De vraag is evenwel hoe deze afname van risico kan verklaard worden. Zo bijvoorbeeld kan dit een effect zijn van de verbeterde intermediaatie op de secundaire markten. Misschien hebben na 1933 ook minder risicovolle uitgevende instellingen een beroep gedaan op de primaire markten en de vraag moet dan gesteld worden of de oorzaak daartoe de *Securities Act* van 1933 was.

⁴³² R. ROMANO, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”, 107 *Yale L.J.*, 1998, 2359, 2377 (zie o.m. voetnoot 47).

⁴³³ H. JACKSON, “To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns”, 28 *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 671, 673.

⁴³⁴ Zie hierboven. Zie verder R. IPPOLITO, “Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance 1965-1984”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, 104/1, 1-23 : “If information is free, then market efficiency implies that security prices incorporate all available information. But if information is costly to collect and implement, then it is efficient for the arbitrage function to be incomplete: trades by informed investors occur at prices sufficiently different from full-information prices to compensate them for the cost of becoming informed. If trades are made at prices that reflect full information, the market is overefficient: it is so well-informed that it cannot compensate the information-gathering function, a clearly unstable condition”.

⁴³⁵ Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, “The Essential Role of Securities Regulation”, 55 *Duke L.J.*, 2006, 711, 715. Zij concluderen verder dat : “Normatively, this Article argues that information traders are the group that can best underwrite efficient and liquid capital markets, and, hence, it is this group securities regulation should strive to protect. By protecting information traders, securities regulation enhances efficiency and liquidity in financial markets. This protection, in turn, benefits other types of investors by reducing transaction costs and increasing liquidity. Furthermore, by protecting information traders, securities regulation represents the highest form of market integrity, which ensures accurate pricing and superior liquidity to all investors. In this way, securities regulation improves the allocation of resources in the economy” (op 715-716).

⁴³⁶ U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 47-55 (tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241).

disclosed and helps to create an efficient disclosure language⁴³⁷. Ten derde postuleert de ECMH dat voldoende beleggers op basis van rationaliteit handelen. Het is wellicht illusoir om te denken dat rationaliteit verplicht kan worden opgelegd. Maar, zoals in de vorige Afdeling is aangegeven (met verwijzing naar de psychologische literatuur) is rationaliteit een proces : bepaalde beslissingen zijn “meer” rationeel en andere beslissingen zijn “minder” rationeel. Het is mogelijk om via regulering – en in het bijzonder aansprakelijkheidsregels – een verhoogd rationeel beslissingsproces op te leggen aan professionele beleggers. Zij moeten ex post kunnen aantonen dat het rationeel was, op basis van de beschikbare informatie, om als professionele partij tot een bepaald besluit te komen. Dit is ook economisch verantwoord : deze professionele beleggers worden immers vergoed voor hun rationaliteit.

110. IDENTIFICATIE VAN EEN TEST TEN AANZIEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT. Waar de rechtstreekse beleggersbescherming o.i. een oneigenlijke doelstelling is van de prospectusplicht, is de eigenlijke doelstelling van de prospectusplicht het verhogen en garanderen van de efficiëntie van de markten. Mee rekening houdend met alle caveats die hierboven zijn gemaakt, kunnen de regels inzake de prospectusplicht bijgevolg “getest” worden op basis van dit criterium, namelijk : in welke mate bereikt de prospectusplicht, zoals deze uit de Prospectusrichtlijn volgt, haar doelstelling? Zo komen we tot de volgende test m.b.t. de doelstelling van de prospectusplicht : (i) bereikt de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) efficiëntie van de markten (criterium); en (iii) heeft een specifieke regel een negatieve impact op de efficiëntie van de markten? (test). Dit moet worden samengelezen met de de test m.b.t. de doelstelling van de harmonisatie in Hoofdstuk 2 van dit eerste deel⁴³⁸. In het algemeen besluit bij Deel 1 worden beide testen in een schema gevisualiseerd. In Deel 2 worden de bepalingen van de Prospectusrichtlijn mee onderzocht op basis van deze test.

4.5. TUSSENTIJD BESLUIT

In deze afdeling werd onderzocht of de tweede doelstelling – het waarborgen van een efficiënte markt – bereikt wordt door de prospectusplicht. Het theoretisch kader wordt daartoe aangereikt door de Efficiënte Kapitaalmarkten Hypothese oftewel de ECMH. Volgens deze hypothese, leidt de prospectusplicht ertoe dat informatie “beschikbaar” wordt gemaakt aan de markten en draagt zo bij aan (i) de accuraatheid van de markt, (ii) de stabiliteit en liquiditeit van de markt en (iii) de controle van de markt. Een aantal *event studies*, hoewel niet conclusief, lijken er bovendien op te wijzen dat de prospectusplicht inderdaad kan bijdragen tot een verhoogde marktefficiëntie. Niettemin moeten de beperkingen en de veronderstellingen van de theorie van de ECMH in rekening worden gebracht. Zo zal een markt pas efficiënt zijn indien (i) geen transactiekosten bestaan voor het verhandelen van effecten, (ii) alle marktparticipanten kosteloze toegang hebben tot alle beschikbare informatie, (iii) de marktparticipanten rationeel handelen, of minstens overeenstemming bestaat omtrent hoe de verwachtingen van toekomstige geldstromen en de correctie zal dienen te gebeuren. Indien deze voorwaarden niet vervuld zijn, geldt strikt genomen de ECMH niet. We hebben daarnaast ook de impact van de behavioral finance op de klassieke ECMH theorie aangehaald. Hoewel de “irrationaliteit” van de behavioral finance niet noodzakelijk incompatibel is met de “rationaliteit” van de ECMH, is het in de huidige stand van de economische literatuur nog onduidelijk of – en in welke mate – de ECMH moet worden gecorrigeerd. Bijgevolg past een caveat indien prospectusreglementering wordt gebaseerd op de ECMH. Minstens zal de prospectusplicht – indien zij de doelstelling van het waarborgen van een efficiënte markt wil bereiken – moeten voldoen aan de hierboven vermelde veronderstellingen van de ECMH. Zo moet de prospectusreglementering erop gericht zijn dat de transactiekosten gereduceerd worden, waardoor arbitrage makkelijker wordt gemaakt (en afwijkingen op de fundamentele waarde efficiënter – en goedkoper – gecorrigeerd kunnen worden). De toegang tot informatie moet bovendien zoveel als mogelijk kosteloos zijn. Dit betekent dat de informatie die via de prospectusplicht beschikbaar wordt gemaakt, efficiënt op te sporen en te analyseren moet zijn. Ook moet de

⁴³⁷ F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Londen/Cambridge, Harvard University Press, 1991 (370 p.), 303.

⁴³⁸ Zie in het bijzonder *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 5*.

prospectusreglementering erop gericht zijn om – bijvoorbeeld via aansprakelijkheidsregels – een verhoogd rationeel beslissingsproces op te leggen aan professionele beleggers. Uit de bespreking van de consideransen van de Prospectusrichtlijn bleek dat de marktefficiëntie voor de Europese wetgever in grote mate in verband staat met het *vertrouwen* van beleggers in de markt. Dat is o.i. terecht. Een verhoogde marktefficiëntie betekent immers dat de prijzen van effecten meer hun fundamentele waarde zullen benaderen. Dit is hoe de prospectusplicht niet-professionele beleggers beschermt. Niet via informatie die rechtstreeks een beleggingsbeslissing moet beïnvloeden. Maar wel via informatie die leidt tot meer accurate prijzen en die zo, onrechtstreeks, de niet-professionele belegger die effecten aankoopt, beschermt. Het collectief effect daarvan komt neer op wat men zou kunnen noemen het vertrouwen van beleggers. Ten slotte formuleerden we op deze basis de volgende test m.b.t. de doelstelling van de prospectusplicht : (i) bereikt de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) efficiëntie van de markten (criterium); en (iii) heeft een specifieke regel een negatieve impact op de efficiëntie van de markten? (test).

HOOFDSTUK 2

DE DOELSTELLINGEN VAN DE HARMONISATIE

Waar in Hoofdstuk 1 de doelstellingen van de prospectusplicht zelf werden onderzocht, worden in Hoofdstuk 2 de doelstellingen van de harmonisatie van de prospectusplicht onderzocht. In Afdeling 1 wordt vooreerst ingegaan op het geharmoniseerde domein van de Prospectusrichtlijn. Vervolgens wordt deze harmonisatie gecontextualiseerd binnen het ruimere, historische kader van de Europese harmonisatie die sinds 1957 tot op heden heeft plaatsgevonden (Afdeling 2), waarbij specifiek aandacht wordt besteed aan de breuklijn die in 1998-1999 met het Actieplan voor Financiële Diensten (FSAP) is verwezenlijkt. Afdeling 3 gaat verder in op de politieke contouren van deze breuklijn, namelijk : waarom kon via het FSAP de langzame harmonisatiebeweging plots worden omgebogen tot een spectaculaire harmonisatiegolf. Hierbij wordt onder meer aandacht besteed aan het Lamfalussy reguleringsmodel en de impact daarvan op de harmonisatiebeweging sinds 2000. Afdeling 4 gaat vervolgens kritisch in op de veronderstellingen van het FSAP. Dit leidt ten slotte tot een kritisch onderzoek van de economische literatuur die als grondslag en als rechtvaardiging heeft gediend voor de harmonisatiebeweging van het FSAP. In Afdeling 5 wordt op die basis getracht een test te identificeren die ons in Deel 2 zal toe laten te testen of (eventuele) omzettingsdivergenties in de onderzochte jurisdicties al dan problematisch zijn.

AFDELING 1. OP NAAR EEN GEÏNTEGREERDE EUROPESE KAPITAALMARKT: DE HARMONISATIE NAGESTREEFD DOOR DE PROSPECTUSRICHTLIJN

1.1. OPZET

111. CONFRONTATIE MET DE CONCRETE HARMONISATIE. In Hoofdstuk 1 van dit Deel zijn de doelstellingen van de prospectusplicht onderzocht. Het zou evenwel fout zijn om bij deze analyse te eindigen. De Prospectusrichtlijn voegt immers aan de doelstellingen van de prospectusplicht een andere, alles overstijgende, doelstelling toe, namelijk de creatie en uitbouw van een geïntegreerde Europese financiële markt. In de volgende afdelingen zullen we de precieze verhouding tussen deze twee polen van de prospectusreglementering analyseren. De *doelstellingen van de prospectusplicht* worden zo als het ware geconfronteerd met de *doelstellingen van de harmonisatie van deze prospectusplicht*. In deze afdeling gaan we daarom eerst in op de vraag wat precies geharmoniseerd is. We onderzoeken daarbij de context voor de harmonisatie die met de Prospectusrichtlijn heeft plaatsgevonden. Ten tweede gaan we kort in op de architectuur van deze nieuwe reglementering, zoals deze anno 2008 bestaat. Ten derde onderzoeken we het precieze domein dat via de Prospectusrichtlijn is geharmoniseerd. Onze aandacht gaat daarbij niet alleen uit naar het identificeren van de aspecten die nu geharmoniseerd zijn, maar ook naar het vinden van een methode om het geharmoniseerd domein van een richtlijn te omlijnen.

1.2. CONTEXT VOOR EEN HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSREGLEMENTERING : HET FSAP

112. ACTIEPLAN VOOR DE TENUITVOERLEGGING VAN HET KADER VOOR FINANCIËLE DIENSTEN (FSAP). Om de harmonisatie van de Prospectusrichtlijn goed te begrijpen, is het noodzakelijk enkele stappen terug te zetten. Op het einde van de jaren negentig van de vorige eeuw werd door de Europese Commissie vastgesteld dat de regelgeving verouderd was en aanzienlijke belemmeringen bevatte voor de toegang van het bedrijfsleven tot de kapitaalmarkten⁴³⁹. Om deze reden stelde de Europese Commissie het ambitieuze *Actieplan voor de Tenuitvoerlegging van het kader voor Financiële Diensten (FSAP)*⁴⁴⁰ – met niet minder dan 42 initiatieven – alsook een *Actieplan voor risicokapitaal*⁴⁴¹ voorop. Het actualiseren van beide prospectusrichtlijnen was zowel in het FSAP als in het *Actieplan voor risicokapitaal* “als een topprioriteit aangemerkt”⁴⁴². Het programma van het FSAP kan in principe kort worden samengevat : het verwezenlijken van een eengemaakte diepe en liquide financiële markt die groei, werkgelegenheid en een groter concurrentievermogen van de Europese economie in de hand kan

⁴³⁹ Considerans 1 Prospectusrichtlijn; Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, 30 mei 2001, COM(2001) 280 definitief, 2; Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 2. Reeds in 1988 becijferde het *Cecchini rapport* dat een werkelijk eengemaakte kapitaalmarkt 4,5% bij het bruto nationaal product van de toenmalige 12 Lid-Staten zou toevoegen, alsook de creatie van 1,8 miljoen bijkomende jobs (D. HURSTEL, “General Overview – Introduction, Adoption Process, Main Concepts, Strengths and Weaknesses of the EU Prospectus Directive”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 5).

⁴⁴⁰ Beter bekend onder de Engelse benaming *Financial Services Action Plan* of *FSAP*. Cf. J.C. VAN HAERSOLTE, “Een mammoettanker is de mistige haven van Lissabon binnengevaren: de afsluiting van het Actieplan Financiële Diensten (deel 1)”, *Nederlands Tijdschrift voor Europees Recht*, 2006, 102-109.

⁴⁴¹ SEC(1998) 552 definitief, april 1998.

⁴⁴² Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 2.

werken⁴⁴³. Het verwezenlijken van een eengemaakte diepe en liquide financiële markt is bijgevolg een middel dat *in functie* staat van een drieledig doel: groei, werkgelegenheid en een groter concurrentievermogen van de Europese economie.

113. EERSTE STRATEGISCHE DOELSTELLING VAN HET FSAP: DE WHOLESALEMARKT. In wezen worden in het FSAP op drie terreinen maatregelen gepland, namelijk de wholesalemakten, de retailmarkten en de versterking van de toezichtstructuren (de zgn. drie strategische doelstellingen)⁴⁴⁴. Ten eerste moeten de wholesalemakten geïntegreerd worden. Hieromtrent stelt de Europese Commissie dat een integratie van deze markten emittenten uit het bedrijfsleven in de mogelijkheid zal stellen zich overal in de Europese Unie tegen concurrerende voorwaarden te financieren en dat beleggers en intermediairs één enkel toegangspunt voor alle markten zullen hebben⁴⁴⁵. Deze strategische doelstelling moet resulteren in “een klimaat van rechtszekerheid [...] waardoor bij de verhandeling van effecten en de afwikkeling van effectentransacties geen onnodig tegenpartijrisico wordt gelopen”⁴⁴⁶. Het aantrekken van kapitaal in geheel de Europese Unie gold als één van de zes⁴⁴⁷ domeinen waar dringend actie moest worden genomen⁴⁴⁸. Volgens de Commissie was het onder meer essentieel dat het systeem van wederzijdse erkenning van prospectussen beter zou functioneren⁴⁴⁹ en dat de “shelf-registration” technieken zouden worden aanvaard⁴⁵⁰. Zo werd benadrukt dat, voordat effecten in andere lidstaten kunnen worden aangeboden, meerdere officiële documentatiepakketten moeten worden opgesteld om te voldoen aan de afwijkende voorschriften die in de verschillende lidstaten gelden⁴⁵¹, hetgeen “hoge kosten met zich mee [brengt] en [...] zonder twijfel een rem [zet] op de pan-

⁴⁴³ FSAP, op 3 en 4.

⁴⁴⁴ FSAP, op 5.

⁴⁴⁵ FSAP, op 22. Aanbieders van beleggingsdiensten zullen bovendien in staat zijn hun diensten op grensoverschrijdend niveau te verstrekken “zonder op onnodige hinderpalen of administratieve en juridische belemmeringen te stuiten” (idem, op 22)

⁴⁴⁶ Idem.

⁴⁴⁷ Andere domeinen waar volgens de Europese Commissie actie moest worden ondernomen zijn : (i) gemeenschappelijke regels voor geïntegreerde effecten- en derivatenmarkten (op 5) (met o.m. de herziening van de Richtlijn Beleggingsdiensten om grensoverschrijdende aanbidding van beleggingsdiensten mogelijk te maken; op 5); onderscheid tussen “gewone” en “gevoerde” beleggers (op 5-6 en 23); verhoging van de mededinging tussen secundaire markten (op 5-6); (ii) financiële verslaggeving (aantrekken van kapitaal met behulp van jaarrekeningen op grond van één enkel samenstel van regels voor de financiële verslaggeving (7 en 23 : “Uitstippelen van een strategie ter bevordering van de vergelijkbaarheid van de financiële verslagen die door beursgenoteerde EU-ondernemingen [...] worden opgesteld”); (iii) totstandbrenging van een rechtskader voor een interne markt voor aanvullende pensioenfondsen (op 7-8 en 25); (iv) onderpand (grensoverschrijdende onderpandregelingen teneinde de hoge kosten en risico’s van grensoverschrijdende transacties te reduceren; op 8 en 24); en (v) veilige en transparante omgeving voor grensoverschrijdende herstructurering (statuut Europese vennootschap; waarborgen van het niet-discriminatie beginsel bij herstructureringen, inclusief overnamebiedingen; zie 8-9 en 24).

⁴⁴⁸ FSAP, op 6.

⁴⁴⁹ Cf. Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 3 : “Het huidige stelsel van wederzijdse erkenning wordt gekenmerkt door complexiteit en is behept met onvolkomenheden, waardoor het niet slaagt in zijn opzet in één enkel paspoort voor emittenten te voorzien”.

⁴⁵⁰ FSAP, op 6 en 22 : “Overwinnen van de obstakels voor de effectieve wederzijdse erkenning van prospectussen, zodat een prospectus of biedingsbericht dat in een gegeven lidstaat is goedgekeurd, in alle lidstaten wordt aanvaard. Voorts zal de invoering van “shelf registration” de toegang tot kapitaalmarkten met behulp van op jaarrekeningen gebaseerde, gestroomlijnde prospectussen vergemakkelijken”.

⁴⁵¹ Cf. Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 3 : “Er zijn al langer symptomen merkbaar die erop duiden dat de bestaande communautaire wetsteksten betreffende de prospectussen niet meer aansluiten bij de wijze waarop de kapitaalmarkten thans functioneren. Momenteel bestaan er immers tal van verschillende werkwijzen en uiteenlopende interpretaties wat de inhoud en vorm van het prospectus betreft doordat binnen de Europese Unie diverse tradities heersen op dat gebied. Ook de gevolgde werkwijzen en de voorgeschreven termijnen voor de verificatie van de in het prospectus vermelde informatie zijn verschillend van lidstaat tot lidstaat. Indien geen hervormingen worden doorgevoerd, zullen deze inconsistenties blijven bestaan en zal de Europese financiële markt versnipperd blijven. Het aantrekken van kapitaal over de grenzen heen zal dan veeleer de uitzondering dan de regel zijn, wat haaks staat op de redenering die aan de invoering van de

Europese activiteit”⁴⁵². Bovendien belet de “gesegmenteerde benadering van de regulering van het effectenbedrijf” het ontstaan van efficiënte mechanismen voor het verschaffen van risicokapitaal, waardoor de risicokapitaalmarkten geen voldoende kritische massa bereiken om een levensvatbaar alternatief voor de duurdere en minder flexibele financieringsmogelijkheden voor innoverende startende ondernemingen te vormen⁴⁵³. Ook andere aspecten van het FSAP zijn gerelateerd aan de ruimere contouren van de prospectusreglementering, zoals het aspect van de financiële verslaggeving (die verband houdt met het niveau van de informatieverplichting van de prospectusplicht en de latere periodieke informatie⁴⁵⁴) en het aspect van de grensoverschrijdende herstructurering (waar geharmoniseerde overnameregels een interne markt voor vennootschapscontrole zouden kunnen doen ontstaan). Op deze laatste aspecten wordt binnen het kader van voorliggend onderzoek niet ingegaan.

114. TWEDE STRATEGISCHE DOELSTELLING VAN HET FSAP: DE RETAILMARKT. Consumenten moeten op volle en actieve wijze aan de interne financiële markt kunnen deelnemen door te zorgen voor informatie, welomschreven rechten en doeltreffende procedures voor de beslechting van geschillen⁴⁵⁵. De Commissie zou verder “situaties [opsporen en verhelpen] waarin onterecht aan niet-geharmoniseerde regels ter bescherming van de consument wordt vastgehouden en op deze wijze een belemmering voor de grensoverschrijdende dienstverlening wordt opgeworpen”⁴⁵⁶. Opnieuw werden een aantal domeinen geïdentificeerd waar actie moest worden genomen. Direct relevant voor de prospectusreglementering is dat volgens het FSAP de informatie en transparantie moet verhoogd worden⁴⁵⁷: er moet duidelijke informatie zijn voor consumenten van grensoverschrijdende financiële diensten⁴⁵⁸.

115. DERDE STRATEGISCHE DOELSTELLING VAN HET FSAP: REGLEMENTAIR KADER EN TOEZICHT. De derde strategische doelstelling is, enigszins misleidend, “de versterking van de toezichtstructuren” genoemd. De FSAP maatregelen gaan evenwel verder dan enkel het toezicht en betreffen meer algemeen het regelgevingsstelsel, of correcter nog, het reguleringsproces, van de Europese Unie. De consolidatie van de financiële sector en de impact van de euro noopten immers “tot een grondige bezinning over structuren voor de beheersing van en het toezicht op het institutionele en het systeemrisico”⁴⁵⁹ en tot een herdenking van samenwerking op Europees niveau door de toezichthouders (in functie van marktontwikkelingen zoals desintermediatie en de internationalisering van de financiële dienstverlening)⁴⁶⁰.

1.3. HET HARMONISATIEDOMEIN VAN ART. 1.1 VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

116. DE PROSPECTUSRICHTLIJN BINNEN HET FSAP. Als één van de eerste concrete stappen bij de implementatie van het FSAP van 1999 werd reeds in mei 2000 door het toenmalige Forum of European Securities Commissions (of FESCO)⁴⁶¹ een raadgeingsdocument gepubliceerd over een herziening

eenheidsmunt ten grondslag ligt”.

⁴⁵² FSAP, op 6.

⁴⁵³ Idem.

⁴⁵⁴ Zie vb. Gewijzigd voorstel, op 5-6.

⁴⁵⁵ FSAP, op 26.

⁴⁵⁶ Idem

⁴⁵⁷ FSAP, op 9.

⁴⁵⁸ FSAP, op 9-10.

⁴⁵⁹ FSAP, op 12.

⁴⁶⁰ Buiten deze algemene denkoefening werden op 2 bijkomende domeinen maatregelen voorgesteld: (i) corporate governance (in de mate dat de uiteenlopende regelingen juridische en administratieve belemmeringen opwerpen die de ontwikkeling van de financiële markten in de weg kunnen staan, zoals de uitoefening van stemrechten door aandeelhouders uit partnerlanden; op 14); en (ii) belastingheffing (integratie van de financiële markten moet grotendeels parallel verlopen met een adequaat proces van belastingcoördinatie; op 14).

⁴⁶¹ *Forum of European Securities Commissions* (voorloper van CESR).

van de prospectusregelgeving⁴⁶². Na afloop van deze raadpleging heeft het FESCO op 17 januari 2001 een document gepubliceerd met als titel “*A European Passport for Issuers – A report to the EU Commission*” waarbij aangedrongen werd op een spoedige herziening van de bestaande regelgeving⁴⁶³. Vervolgens werd reeds op 30 mei 2001 door de Commissie een eerste voorstel voor een prospectusrichtlijn aangenomen⁴⁶⁴. Op 4 maart 2002 werd door het Europees Parlement aan dit voorstel een reeks wijzigingen aangebracht⁴⁶⁵, en werd tegelijkertijd door een werkgroep van deskundigen van de Raad meermalen vergaderd met de bedoeling een akkoord over het voorstel te bereiken⁴⁶⁶. Op 9 augustus 2002 werd door de Commissie een gewijzigd voorstel voorgesteld, dat ten slotte eind 2003 uitmondde in de de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG⁴⁶⁷.

117. BEPALING VAN HET HARMONISATIEDOMEIN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. De precieze omlijning van wat binnen het geharmoniseerd domein van een richtlijn, en wat buiten het geharmoniseerd domein valt, is een essentieel gegeven voor de correcte omzetting van Europese wetgeving. Immers : buiten het geharmoniseerd domein zijn de omzettende wetgevers vrij hun wetgeving te behouden (voor zover deze uiteraard strookt met de primaire en andere secundaire Europese wetgeving), terwijl binnen het geharmoniseerd domein de omzettende wetgevers gebonden zijn aan het harmonisatieniveau van de Europese wetgeving. Indien de omzettende wetgever bestaande afwijkingen wil behouden, dient het geharmoniseerd domein bijgevolg precies afgebakend te worden. Artikel 1.1 van de Prospectusrichtlijn bepaalt dat het “[h]et doel van deze richtlijn is de *harmonisatie van de eisen inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus* dat wordt gepubliceerd wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt” (eigen cursivering)⁴⁶⁸. Op basis van deze bepaling

⁴⁶² Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 2.

⁴⁶³ Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 2; FESCO, “A European Passport for Issuers - A report to the EU Commission”, 17 januari 2001.

⁴⁶⁴ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, 30 mei 2001, COM(2001) 280 definitief.

⁴⁶⁵ Idem, op 14 : “The opinion of the European Parliamentary Financial Services Forum was that ‘the European Parliament played an important role in correcting technical problems which arose because of the lack of formal pre-consultation’”. Zie European Parliamentary Financial Services Forum, “Briefing: The Lamfalussy Process – Is it working?”, maart 2005.

⁴⁶⁶ Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 2.

⁴⁶⁷ Cf. o.m. Advies van het Europees Parlement van 14 maart 2002 (*Pb. C.*, 27 februari 2003, afl. 47E, 417); Gemeenschappelijk standpunt van de Raad van 24 maart 2003 (*Pb. C.*, 27 mei 2003, afl. 125E, 21). Zie omtrent de ontstaansgeschiedenis Prospectusrichtlijn o.m. M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, mei 2006 (te consulteren op www.law.rug.ac.be/fli/WP/ssrn/ssrn901565.htm); J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *DAOR*, 2006, 77, 3; G. T’JONCK, “Prospectusperikelen bij internationale openbare effectenverrichtingen : Pleidooi voor een vernieuwde Europese regelgeving”, in : X., *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 1117; M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105; W. VAN DE VEN, “Openbaar aanbieden of toelaten tot de verhandeling van effecten in België : nieuw en komend recht”, *Tijdschrift Fin. R.*, 2005-1, 936; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210.

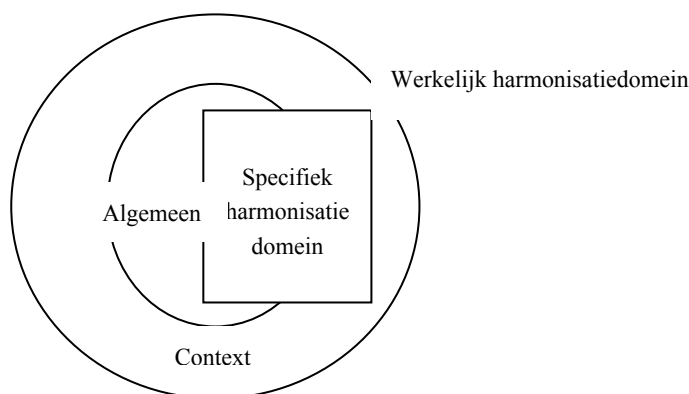
⁴⁶⁸ Artikel 1.1 Prospectusrichtlijn. Zie tevens considerans nr. 1 Prospectusverordening : “Richtlijn 2003/71/EG stelt beginselen vast die in acht moeten worden genomen bij de opstelling van een prospectus. Deze beginselen dienen te worden aangevuld wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving en publicatiewijze van het prospectus, de door middel van verwijzing in een prospectus op te nemen informatie en de verspreiding van advertenties betreft.”.

kan men stellen dat het harmonisatiedomein van de Prospectusrichtlijn de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus beslaat.

118. NOODZAAK TOT MEER CONTEXT. De analyse van het harmonisatiedomein van de Prospectusrichtlijn zou o.i. evenwel tekort schieten, indien deze bij een eenvoudige lezing van art. 1.1 Prospectusrichtlijn zou eindigen. Immers, verscheidene aspecten van de harmonisatiebeweging die blijken uit meer specifieke artikelen – andere dan de algemene indicatie van art. 1.1 Prospectusrichtlijn – vallen geheel of gedeeltelijk buiten dit harmonisatiedomein. Een illustratie daarvan is het Europees paspoort dat op grond van de Prospectusrichtlijn aan een prospectus kan worden toegekend. Via een extensieve lezing van het harmonisatiedomein kan men wel argumenteren dat het Europees paspoort een gevolg is van de goedkeuring van het prospectus en dus impliciet besloten is in art. 1.1 Prospectusrichtlijn. Maar op basis van een meer restrictieve lezing moet men stellen dat het Europees paspoort een – verstrekkend – *gevolg* is van de goedkeuring, en niet vervat is in de goedkeuring zelf. De gevolgen van de goedkeuring vallen binnen het harmonisatiedomein, niet op grond van art. 1.1 Prospectusrichtlijn, maar op grond van de bepalingen van de Prospectusrichtlijn met betrekking tot de “grensoverschrijdende aanbiedingen en toelatingen tot de handel” van artt. 17 en 18 Prospectusrichtlijn.

119. “WERKELIJK” HARMONISATIEDOMEIN. Om het werkelijk harmonisatiedomein te bepalen, dringt zich o.i. een ruimere, contextuele lezing van een richtlijn op. Dit betekent dat de bepaling van het harmonisatiedomein gebeurt op basis van : (i) in de eerste plaats de algemene indicatie (“doelstelling”) van de richtlijn (hierna aangeduid als het algemene harmonisatiedomein; in het geval van de Prospectusrichtlijn is dat art. 1.1); (ii) in de tweede plaats tekstuele indicaties elders in de tekst van de richtlijn (hierna aangeduid als de specifieke harmonisatiedomeinen – in de illustratie van vorig randnummer zijn dat artt. 17 en 18 Prospectusrichtlijn); en (iii) in de derde plaats contextuele factoren, zoals de wetsgeschiedenis, interpretaties van de Europese regelgever, CESR, rechtsleer en eventueel een consensus bij de nationale wetgevers die de richtlijn moeten omzetten (we noemen dit de gecontextualiseerde harmonisatiedomeinen). Men komt op deze manier tot een aantal correcties die het *werkelijk harmonisatiedomein* blootleggen.

Figuur
Algemene schets van de bepaling van het harmonisatiedomein



Het werkelijk harmonisatiedomein omvat een negatief en een positief aspect. Het negatieve aspect betekent dat binnen het werkelijk harmonisatiedomein de omzettende wetgever rekening moet houden met het bestaan van de richtlijn, en op basis van de gebruikte harmonisatiemethode, een aantal zaken niet meer – of niet meer anders – kan regelen. Het positieve aspect is dat binnen het werkelijk harmonisatiedomein de omzettende wetgever bepaalde regelingen zal moeten treffen.

1.4. WERKELIJK HARMONISATIEDOMEIN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

120. HET WERKELIJK HARMONISATIEDOMEIN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Er weze beklemtoond dat de methode tot vaststelling van het werkelijk harmonisatiedomein niet beperkt is tot het financieel recht. O.i. kan deze methode universeel gebruikt worden om het (werkelijk) harmonisatiedomein van een richtlijn te omlijnen. Het onderzoek hierna stelt niettemin scherp op de Prospectusrichtlijn. Zeven componenten van het werkelijke harmonisatiedomein van de Prospectusrichtlijn kunnen worden geïdentificeerd.

121. HARMONISATIE VAN DE TERRITORIALE REIKWIJDTE VAN HET PROSPECTUS (HET “EUROPEES PASPOORT”). Ten eerste werd via de Prospectusrichtlijn een geharmoniseerd “Europees paspoort” voor prospectussen ingevoerd. Kort gezegd, betekent het Europees paspoort van een prospectus dat, eens een prospectus in één lidstaat is goedgekeurd, dit prospectus kan worden gebruikt in één of meer andere lidstaten, mits een eenvoudige kennisgeving aan de toezichthoudende overheden van deze andere lidstaten⁴⁶⁹. Meer technisch verwoord, bepaalt de Prospectusrichtlijn dat een prospectus dat door een bevoegde toezichthoudende overheid is goedgekeurd een communautaire reikwijdte heeft, namelijk dat “[...] het door de lidstaat van herkomst goedgekeurde prospectus [...] in een willekeurig aantal lidstaten van ontvangst geldig [is] voor een openbare aanbieding of voor een toelating van de betrokken effecten tot de handel op een gereglementeerde markt, op voorwaarde dat de bevoegde autoriteit van iedere lidstaat van ontvangst [...] een kennisgeving ontvangt. De bevoegde autoriteiten van de lidstaten van ontvangst starten geen administratieve of goedkeuringsprocedures voor prospectussen”⁴⁷⁰. Deze laatste zinsnede belichaamt tevens de wederzijdse erkenning : de lidstaat van ontvangst zal met name een prospectus met Europees paspoort moeten erkennen, op grond van een loutere kennisgeving, zonder zelf een afzonderlijke goedkeuringsprocedure in te stellen. Dit Europees paspoort verving het oude stelsel van wederzijdse erkenning dat niet slaagde in zijn opzet in één enkel paspoort voor uitgevende instellingen te voorzien⁴⁷¹. Ook kan worden aangestipt dat prospectussen van uitgevende instellingen met statutaire zetel in een derde land, een Europees paspoort zullen hebben, indien de bevoegde toezichthoudende overheid dat prospectus heeft goedgekeurd “mits de in dat derde land geldende informatievereisten algemeen genomen gelijkwaardig zijn aan die welke bij deze richtlijn zijn voorgeschreven en met name voldoen aan de internationale standaarden die door de IOSCO zijn vastgesteld” en de informatievereisten, met inbegrip van deze betreffende informatie van financiële aard, gelijkwaardig zijn aan de voorschriften van de Prospectusrichtlijn⁴⁷².

122. HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSPLICHT. Ten tweede bood de invoering van een Europees paspoort voor uitgevende instellingen een “unieke gelegenheid” om tot een zodanige vereenvoudiging te komen dat uitgevende instellingen voortaan geen verschillende reeksen grotendeels gelijklopende documenten meer hoeven op te stellen en tevens niet langer met diverse supplementaire nationale verplichtingen worden geconfronteerd⁴⁷³. Om deze reden werden in de Prospectusrichtlijn bepaalde kerndefinities geharmoniseerd om “klarheid te scheppen over de werkingssfeer van de richtlijn”⁴⁷⁴. Een belangrijke operationele definitie is de geharmoniseerde notie van de “gereglementeerde markt”⁴⁷⁵.

⁴⁶⁹ FSAP, 3.

⁴⁷⁰ Art. 17 Prospectusrichtlijn.

⁴⁷¹ Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 3.

⁴⁷² Gewijzigd voorstel, 20 en 21.

⁴⁷³ Idem, op 4.

⁴⁷⁴ Idem.

⁴⁷⁵ Gewijzigd voorstel, 13. De Commissie merkte op dat in vele gevallen het begrip “toelating tot de officiële notering” werd geïnterpreteerd als toelating tot het officiële segment van de nationale beurs, met als gevolg dat de voorschriften voor de informatievoorziening voor andere categorieën “gereglementeerde markten” (in de zin van de Richtlijn Beleggingsdiensten), niet volledig geharmoniseerd waren op communautair niveau (op 13).

Maar het prototype van zulke geharmoniseerde definities is de invoering van een geharmoniseerde definitie van het begrip “aanbieding van effecten aan het publiek”⁴⁷⁶. De invoering van deze geharmoniseerde definitie is een belangrijke trendbreuk met de voorgaande regelgeving⁴⁷⁷. De Prospectusrichtlijn definieert een aanbieding van effecten aan het publiek 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”⁴⁷⁸. Deze nieuwe definitie wordt beschouwd als één van de grootste innovaties van de Prospectusrichtlijn⁴⁷⁹. Het is een bijzonder ruime definitie⁴⁸⁰. De reden daartoe was beleidspragmatisch van aard : dergelijk ruim begrip kon als het ware alle verschillende definities die voorheen in de lidstaten golden, omvatten⁴⁸¹. De doelstelling was om zo ondernemingen in staat te stellen overal in de Europese Unie kapitaal aan te trekken op basis van eenvormige regels⁴⁸².

123. HARMONISATIE VAN DE VRIJSTELLINGEN VAN PROSPECTUSPLICHT. Verder beoogde de Europese wetgever te vermijden dat kleine beleggers verschillend worden behandeld omdat dezelfde operatie in sommige lidstaten als een onderhandse plaatsing (private placement) wordt beschouwd (waarvoor geen prospectus behoeft te worden gepubliceerd) en in andere niet. De harmonisatie van het begrip “aanbieding van effecten aan het publiek” zou daarom volgens de Europese wetgever automatisch ook moeten leiden tot een harmonisatie van het begrip “onderhandse plaatsing”⁴⁸³. Bovendien worden ook de gedeeltelijke vrijstellingen van de prospectusplicht geharmoniseerd⁴⁸⁴. Ook hier is volgens de Commissie “een geharmoniseerde aanpak geboden om juridische lacunes en

⁴⁷⁶ Cf. eerste verslag van het Comité van wijzen (bekendgemaakt op 15 november 2000)

⁴⁷⁷ Immers, bij de aanneming van Richtlijn 89/298/EEG bleek het onmogelijk een consensus te bereiken over een dergelijke gemeenschappelijke definitie (zie overweging 7 Richtlijn 89/298/EEG) (zie Gewijzigd voorstel, op 14).

⁴⁷⁸ Artikel 2.1.d Prospectusrichtlijn.

⁴⁷⁹ De voortaan voor de 30 E.E.R. lidstaten eenvormige definitie van een “openbare aanbieding” wordt immers algemeen aanzien als één van de grootste verdiensten van de Prospectusrichtlijn (zie o.m. A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in : X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111, 136; D. HURSTEL, “General Overview – Introduction, Adoption Process, Main Concepts, Strengths and Weaknesses of the EU Prospectus Directive”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 27; D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 389; G. T’JONCK, “Prospectusperikelen bij internationale openbare effectenverrichtingen : Pleidooi voor een vernieuwde Europese regelgeving”, in : *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 117, 1132, nr. 33; F. DE BAUW en M. DUPLAT, “Approbation, dispense et reconnaissance des prospectus. Fonctionnement du marché primaire”, in M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65, 119, nr. 127; M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105, 114.

⁴⁸⁰ Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record, 26 januari 2005, MARKT/G3/WG D (2005), 2-3, gepubliceerd op www.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/prospectus/summary-note-050126_en.pdf : “The definition is intended to be broad”. Zie tevens HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 21-22, nrs. 4.8 en 4.9 : “[i]n this context, the definition within the Directive of what constitutes an offer to the public is extremely broadly defined. [...] The significance of this definition is reinforced by another provision within the Directive which addresses the “resale” of securities. The Directive states that any subsequent resale of securities, which were previously the subject of one or more of the exemptions, should be regarded as a separate offer by reference to the original definition.”

⁴⁸¹ HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 22, nr. 4.10 : “[d]uring EU Level 1 discussions it proved challenging to obtain a satisfactory pan-European definition. As a result, the final text of the Directive was very broad in order to accommodate different models of public offer across the EU”.

⁴⁸² Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 4.

⁴⁸³ Idem, 4.

⁴⁸⁴ Zie art.4 Prospectusrichtlijn.

verschillen in de behandeling en bescherming van beleggers binnen de EU te vermijden⁴⁸⁵. Als gevolg daarvan wordt ook de notie van “professionele partijen” geharmoniseerd (met name via de definitie van de “gekwalificeerde belegger”)⁴⁸⁶.

124. HARMONISATIE VAN DE AANSPRAKELIJKHEIDSREGELING. De aansprakelijkheidsregeling werd slechts halfslachtig geharmoniseerd. Er is met name een soort formeel geharmoniseerd minimumniveau gepreciseerd, dat geldt voor alle lidstaten (en bijgevolg is geharmoniseerd). De Prospectusrichtlijn bepaalt met name dat de lidstaten er zorg voor dragen dat “de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, al naar gelang van het geval”⁴⁸⁷. Volgens dezelfde formeel geharmoniseerde minimumregels worden de verantwoordelijke personen duidelijk in het prospectus geïdentificeerd met vermelding van hun naam en functie (of, ingeval van rechtspersonen, naam en statutaire zetel), waarbij tevens een door deze personen afgelegde verklaring is opgenomen dat, voorzover hun bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen⁴⁸⁸. Dit minimumniveau is evenwel formeel, aangezien het materiële aansprakelijkheidsrecht van elke lidstaat binnen dit niveau kan worden gepast⁴⁸⁹. Zo bepaalt de Prospectusrichtlijn dat de lidstaten er zorg voor dragen “dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie”, hoewel een persoon niet wettelijk aansprakelijk mag kunnen worden gesteld “op basis van de samenvatting alleen, met inbegrip van enigerlei vertaling ervan, tenzij deze misleidend, onjuist of inconsistent is wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen”⁴⁹⁰.

125. HARMONISATIE VAN DE INHOUD VAN HET PROSPECTUS. Ten vijfde was volgens de Europese Commissie ook een harmonisatie noodzakelijk van de inhoud van alle prospectussen – met inbegrip van die welke bedoeld zijn voor markten waarop overwegend professionele beleggers actief zijn. De reden daartoe is dat alle beleggers overal in de Europese Unie een gelijkwaardige bescherming zouden genieten⁴⁹¹. Dat betekent dat in alle lidstaten bij een openbare aanbieding van effecten of bij de toelating van effecten tot de handel “adequate en gelijkwaardige standaarden voor de informatievoorziening” moeten worden gehanteerd⁴⁹². De harmonisatiebeweging houdt bijgevolg in dat de “bestaande standaarden moeten worden gelijkgetrokken, zodat in overeenstemming met het beginsel van maximale harmonisatie overal in de Europese Unie dezelfde standaarden voor de informatievoorziening worden toegepast wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de

⁴⁸⁵ Gewijzigd voorstel, 14.

⁴⁸⁶ Idem, 5 : “Er moet een efficiëntere pan-Europese werking van de kapitaalmarkten voor professionele partijen worden bewerkstelligd teneinde de integratie van de Europese financiële markt te versterken. Met dit doel voor ogen wordt voorgesteld een communautaire regeling voor deze markten uit te werken en hen niet langer de facto van de werkingssfeer van de communautaire regelgeving uit te sluiten, zoals thans in de bestaande richtlijnen het geval is. Het ligt derhalve in de bedoeling een specifieke regeling in te stellen voor effecten die vooral bestemd zijn om tussen professionele partijen te worden verhandeld, zodat deze van het Europees paspoort kunnen profiteren”.

⁴⁸⁷ Art. 6.1 Prospectusrichtlijn.

⁴⁸⁸ Idem.

⁴⁸⁹ De Commissie is daarover, in het Gewijzigd voorstel, bijzonder kort : “Voorts wordt van de lidstaten verlangd [*sic*] dat zij er zorg voor dragen dat deze verplichting vergezeld gaat van een wettelijke-aansprakelijkheidsregeling [*sic*], waarbij evenwel een verschillende aansprakelijkheidsregeling moet gelden voor de samenvatting van het prospectus” (op 15-16).

⁴⁹⁰ Art. 6.2. Prospectusrichtlijn.

⁴⁹¹ Cf. Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 3.

⁴⁹² Gewijzigd voorstel, op 4.

handel worden toegelaten⁴⁹³. Artikel 7.3 Prospectusrichtlijn⁴⁹⁴ bepaalt dat deze geharmoniseerde regeling voor de informatievoorziening gebaseerd moet zijn op de IOSCO-standaarden voor multinationale aanbiedingen en noteringen, alsook op de indicatieve bijlagen bij de Prospectusrichtlijn⁴⁹⁵. De beslissing om de regeling van de Prospectusrichtlijn op de IOSCO-standaarden voor de informatievoorziening te baseren, houdt volgens de Commissie in dat “het Europese prospectus spoort met de internationaal gangbare optimale werkwijzen en derhalve eveneens aanvaardbaar zou moeten zijn voor een openbare aanbieding of toelating van effecten tot de handel buiten Europa, en met name in rechtsgebieden van IOSCO-leden⁴⁹⁶. De concrete modulering van deze IOSCO-standaarden voor, en dus de concrete inhoud van, prospectussen die onder het toepassingsgebied van de Prospectusrichtlijn vallen, wordt evenwel niet door de richtlijn geregeld (behalve voor wat de samenvatting betreft)⁴⁹⁷. Deze technische modulering werd namelijk aanzien als een “gedetailleerde uitvoeringsmaatregel” met betrekking tot de specifieke gegevens die in het prospectus moeten worden opgenomen – de latere Prospectusverordening – die door de Commissie, bijgestaan door CESR⁴⁹⁸, moest worden opgesteld⁴⁹⁹.

126. HARMONISATIE VAN DE VORM VAN HET PROSPECTUS. Ten zesde was er behoefte aan een betere presentatie van het prospectus en aan gemakkelijk beschikbare en periodiek bijgewerkte informatie, waardoor volgens de Commissie *ad ultimo* zowel de kwaliteit als de kwantiteit van de aan beleggers en markten te verstrekken informatie zal worden verhoogd, en dit teneinde het vertrouwen van de beleggers in de kapitaalmarkten te verhogen⁵⁰⁰. De Commissie was er “rotsvast van overtuigd dat het versterken van het vertrouwen van de beleggers aanzienlijke voordelen zal opleveren in de vorm van lagere kosten voor het aantrekken van kapitaal, wat uiteindelijk aan de werkgelegenheid en de dynamiek van de Europese economie als geheel ten goede zal komen⁵⁰¹. In de Prospectusrichtlijn bestaat eigenlijk niet één geharmoniseerde vorm van prospectus. Er bestaan integendeel meerdere (geharmoniseerde) mogelijkheden waaruit uitgevende instellingen kunnen kiezen. Zo kan het prospectus uit één of meerdere⁵⁰² documenten bestaan⁵⁰³. Voor uitgevende instellingen die veelvuldig effecten uitgeven, zoals bijvoorbeeld kredietinstellingen die doorlopend of periodiek emissies verrichten, wordt een regeling ingevoerd die berust op een basisdocument dat vergezeld gaat van supplementen. Voor uitgevende instellingen met aanbiedingsprogramma's is in een analoge regeling voorzien. Echter, voor welk model ook wordt gekozen, er dient steeds een samenvatting te worden verstrekt. (hierna wordt in detail op beide documenten teruggekomen). Daarnaast wordt ook opnemings

⁴⁹³ Idem.

⁴⁹⁴ Art. 7.2 Gewijzigd voorstel; hernummerd naar art. 7.3 Prospectusrichtlijn.

⁴⁹⁵ Idem, 16. In bijlage I Prospectusrichtlijn wordt een overzicht gegeven van de gegevens die in het prospectus moeten worden vermeld wanneer dit de vorm aanneemt van één enkel document. De bijlagen II, III en IV Prospectusrichtlijn hebben betrekking op de inhoud van respectievelijk het registratiedocument, de verrichtingsnota en de samenvatting.

⁴⁹⁶ Idem, 16. De Commissie merkte verder op: “Dit biedt belangrijke voordelen voor EU-emittenten: deze zullen zich immers niet langer verplicht zien meerdere gelijksoortige informatiedocumenten op te stellen” (op 16).

⁴⁹⁷ Art. 7.1 Prospectusrichtlijn.

⁴⁹⁸ Zie verder *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling.3*.

⁴⁹⁹ Deze moeten bovendien “erop gericht zijn te vermijden dat tweemaal dezelfde informatie wordt verstrekt wanneer een prospectus uit afzonderlijke documenten bestaat” (op 16).

⁵⁰⁰ Gewijzigd voorstel, 7.

⁵⁰¹ Idem, 7.

⁵⁰² Het registratiedocument met informatie over de emittent en de verrichtingsnota (securities note) met informatie over de effecten. Zie Gewijzigd voorstel, op 7: “Deze regeling maakt het mogelijk om tot een versnelde procedure te komen voor nieuwe emissies (de emittent hoeft alleen informatie te verstrekken over de effecten die aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten) en voor de eventuele actualisering van de in het registratiedocument opgenomen informatie. De toezichhoudende autoriteit zal voortaan derhalve alleen nog de verrichtingsnota moeten goedkeuren, wat tot een verkorting van de goedkeuringstermijn zal leiden. Met de invoering van deze nieuwe regeling wordt tegemoetgekomen aan een steeds dringender verzoek van multinationale emittenten (d.w.z. emittenten die vaak kapitaal op Europese en wereldwijde markten aantrekken)”.

⁵⁰³ Idem, 7.

door middel van verwijzing toegestaan. Dit betekent dat de in een prospectus te verstrekken informatie in dat document kan worden opgenomen door middel van een gewone verwijzing naar een ander document dat voordien is ingediend bij en goedgekeurd door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst. Hierdoor zullen, volgens de Commissie, ondernemingen die veelvuldig kapitaal op de markt aantrekken, tijd en geld uitsparen⁵⁰⁴. Daarenboven werd ook de noodzaak aangevoeld om het taalregime te harmoniseren. De Commissie was daarbij van mening dat multinationale aanbiedingen van effecten of beursgangen in meerdere lidstaten bemoeilijkt werden door de eis dat de inhoud van het prospectus volledig wordt vertaald⁵⁰⁵.

127. HARMONISATIE VAN HET TOEZICHT. Ten slotte wordt in de Prospectusrichtlijn de kennisgevingsregeling, en daarmee ook het toezicht, geharmoniseerd. Door de nieuwe kennisgevingsregeling zullen de lidstaten van ontvangst in regel niet langer over de mogelijkheid beschikken te verlangen dat aanvullende informatie in het prospectus wordt opgenomen⁵⁰⁶. Een dergelijke regeling kan echter enkel naar behoren functioneren als de toezichthoudende overheden van de diverse lidstaten “groot vertrouwen” in elkaar stellen⁵⁰⁷. Immers, de verantwoordelijkheid voor het toezicht op de naleving van de prospectusplicht ligt – nog steeds – bij de lidstaten. Om deze reden worden de standaarden van het toezicht geharmoniseerd : de toezichthoudende overheden moeten “een adequaat toezicht” uitoefenen, zowel om een gelijke behandeling van alle beleggers te waarborgen wat de toegang tot de verspreide informatie betreft, als om te garanderen dat de emittent periodiek relevante informatie over hemzelf verstrekt⁵⁰⁸. De Prospectusrichtlijn beperkt met name de lidstaten in hun vrijheid dergelijk toezicht naar believen te reguleren. Vooreerst is het niet meer mogelijk dat binnen één lidstaat verschillende bevoegde autoriteiten met verschillende verantwoordelijkheden bestaan die elk (gedeelten van) prospectussen goedkeuren en toezicht op de handhaving van de prospectusreglementering uitoefenen⁵⁰⁹. Ten tweede bepaalt de Prospectusrichtlijn een “gemeenschappelijk minimumpakket” van bevoegdheden dat elke lidstaat moet toekennen aan zijn bevoegde autoriteit⁵¹⁰. Ten derde dienen de bevoegde autoriteiten voor de uitoefening van hun taken samen te werken⁵¹¹. Ten vierde geeft de Prospectusrichtlijn geharmoniseerde en uniforme regels ter bepaling van de bevoegde toezichthoudende overheid, zodat in principe slechts één toezichthoudende overheid van één lidstaat bevoegd zal zijn⁵¹². Tenslotte wordt in de mogelijkheid voorzien dat de initieel bevoegde autoriteit de goedkeuring van een prospectus aan de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat kan “overdragen”, mits deze laatste daarmee instemt⁵¹³.

128. CONSTITUTIONELE IMPLICATIES. De vraag naar de juridische basis van de Prospectusrichtlijn is amper aan bod gekomen. De Prospectusrichtlijn is gebaseerd op artt. 44 (vrijheid van vestiging) en 95 EG (instelling en de werking van de interne markt). Opgemerkt moet worden dat, zoals bevestigd in de Tabaksarresten van het Europees Hof van Justitie⁵¹⁴ de algemene rechtsgrond van art. 95 EG, en de

⁵⁰⁴ Idem, 7. De Commissie stelde bovendien dat “Het zal de emittent tevens zijn toegestaan een eerder opgesteld stuk of registratiedocument te gebruiken, waardoor hij minder papierwerk zal hebben”.

⁵⁰⁵ Idem, 6.

⁵⁰⁶ Idem, 5 : “Om tot een echt Europees paspoort voor emittenten te komen, moet het huidige stelsel van wederzijdse erkenning worden vervangen door een eenvoudige kennisgevingsprocedure die vergelijkbaar is met die welke in de richtlijnen inzake financiële intermediairs is vastgesteld voor de grensoverschrijdende dienstverrichting”.

⁵⁰⁷ Idem, 5.

⁵⁰⁸ Idem, 5-6.

⁵⁰⁹ Considerans nr. 37 Prospectusrichtlijn. Hierop wordt door de Prospectusrichtlijn niettemin in een uitzondering voorzien : “Onder strikte voorwaarden kan het een lidstaat worden toegestaan meer dan één administratieve autoriteit aan te wijzen, maar slechts één ervan mag de taken op het gebied van de internationale samenwerking vervullen”. Zie tevens artikel 21.1 Prospectusrichtlijn.

⁵¹⁰ Considerans nr. 38; zie met name artikel 21.3 Prospectusrichtlijn.

⁵¹¹ Considerans nr. 39.

⁵¹² Artt. 2.1m jo. 13.1 Prospectusrichtlijn; zie tevens hierna.

⁵¹³ Art. 13.5 Prospectusrichtlijn.

⁵¹⁴ HvJ 5 oktober 2000, *Duitsland t. Parlement en Raad*, C-376/98, *Jur.* 2000, I-8419; HvJ 10 december 2002, *British American Tobacco*

daaruit volgende bevoegdheid van de Europese wetgever om te harmoniseren via richtlijnen of verordeningen, beperkt is tot het domein dat *strikt met de interne markt is verbonden*⁵¹⁵. Gezien de prospectusreglementering wezenlijk de efficiëntie van de interne markt reguleert, lijkt de constitutionele basis o.i. niet problematisch. Er is overigens constitutioneel geen voorkeur uit te drukken voor harmonisatie van dit domein via een richtlijn of een verordening.

1.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd onderzocht welk domein precies geharmoniseerd is door de Prospectusrichtlijn. We stelden dienaangaande een contextuele lezing van de richtlijn op (“werkelijk harmonisatiedomein”), mee in functie van het Actieplan voor de Tenuitvoerlegging van het kader voor Financiële Diensten (FSAP), waaraan de Prospectusrichtlijn uitvoering geeft. De bepaling van het gecontextualiseerde harmonisatiedomein gebeurt in de eerste plaats op basis van de algemene indicatie van art. 1.1 Prospectusrichtlijn die verwijst naar de “opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus”. Dit wordt aangevuld door, in de tweede plaats, tekstuele indicaties elders in de tekst van de richtlijn en, in de derde plaats, contextuele factoren, zoals de wetsgeschiedenis, interpretaties van de Europese regelgever, CESR, rechtsleer en eventueel een consensus bij de nationale wetgevers die de richtlijn moeten omzetten. Men komt op deze manier tot de volgende zeven componenten van het door de Prospectusrichtlijn werkelijk geharmoniseerd domein : (i) ten eerste werd via de Prospectusrichtlijn een geharmoniseerd “Europees paspoort” voor prospectussen ingevoerd; (ii) ten tweede werden bepaalde kerndefinities geharmoniseerd, zoals het geharmoniseerde begrip “aanbieding van effecten aan het publiek”; (iii) de harmonisatie van het begrip “aanbieding van effecten aan het publiek” alsmede een harmonisatie van de vrijstellingen zou ten derde ook moeten leiden tot een harmonisatie van de private placements; (iv) ten vierde werd de aansprakelijkheidsregeling slechts halfslachtig geharmoniseerd; (v) ten vijfde was volgens de Europese Commissie ook een harmonisatie noodzakelijk van de inhoud van alle prospectussen; (vi) ten zesde was er behoefte aan een betere presentatie van het prospectus en aan gemakkelijk beschikbare en periodiek bijgewerkte informatie; en (vii) ten slotte werd in de Prospectusrichtlijn de kennisgevingsregeling, en daarmee ook het toezicht, geharmoniseerd.

(Investments) Ltd en Imperial Tobacco, C-491/01, *Jur.* 2002, I-11453.

⁵¹⁵ In dat verband wordt verwezen naar de uitstekende analyse daaromtrent, in de context van het consumentenrecht, van E. TERRY, *Bedenktijden in het consumentenrecht*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (686 p.), 80-83. Zie tevens W. VAN GERVEN, “Over codificatie, convergentie en algemene beginselen in een meergelaagd privaatrecht”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 1007, 1014.

AFDELING 2. HISTORISCHE ANALYSE VAN DE EUROPESE HARMONISATIEBEWEGING VAN HET EFFECTENRECHT (1957-2008)

2.1. OPZET

129. HET BELANG VAN EEN HISTORISCHE BENADERING VERSUS DE KORTZICHTIGHEID VAN DE ACTUALITEIT. Zoals in vorige afdeling aangegeven, kadert de harmonisatie van de prospectusplicht fundamenteel binnen de harmonisatiebeweging die is ingezet via het FSAP, dat zelf dateert van 1998-1999. Een analyse van de harmonisatie van de Prospectusrichtlijn mag echter niet beperkt zijn tot de korte tijdsspanne tussen 1998 en 2008⁵¹⁶. Wat dat betreft, hebben we in de inleiding bij Deel 1 omtrent de gekozen methodologie gepleit voor een historische benadering om zo onder meer rekening te kunnen houden met de dialectiek en de specifieke context van de Europese harmonisatiebeweging zoals die tussen 1957 en 2008 heeft plaatsgevonden. Huidige afdeling beoogt daarom de harmonisatie die heeft plaatsgevonden als gevolg van het FSAP in de ruimere historische context te kaderen. Daarbij wordt meer in het bijzonder betracht om een synthetische historische situering van de harmonisatiebeweging van het FSAP te formuleren. De opdeling in drie fasen voorgesteld door MOLONEY (zie hierna) wordt daarbij als startpunt behouden, maar verder ontwikkeld niet alleen voor wat betreft (i) de ontwikkeling van het effectenrecht, maar ook voor wat betreft (ii) de uitbouw van de EMU en (iii) het garanderen van vrij verkeer van kapitaal. De tekst hierna beoogt niet exhaustief te zijn, maar een synthese te geven van de historische achtergrond van het FSAP.

2.2. DE TWEE HISTORISCHE FASES VOORAFGAAND AAN HET FSAP (1957-1998)

130. DRIE HISTORISCHE FASES (MOLONEY). Anders dan een *tabula rasa* is het FSAP veeleer een (belangrijke) stap in de ontwikkeling van het Europees effectenrecht. Wat deze ontwikkeling betreft, onderscheidt MOLONEY drie fasen⁵¹⁷. Volgens deze auteur werd in een eerste fase beoogd een eengemaakte, diepe en liquide effectenmarkt te creëren die toegankelijk zou zijn voor alle uitgevende instellingen binnen de toenmalige Europese Gemeenschap⁵¹⁸. Deze eerste fase omvatte de periode tussen het Verdrag van Rome en kreeg in het midden van de jaren zestig een climax met het zogenaamde SEGRÉ RAPPORT⁵¹⁹ (zie verder hieronder). Een tweede fase werd in het midden van de jaren tachtig ingeluid met de initiatieven van de COMMISSIE DELORS, en met name het WITBOEK OMTRENT DE VOLTOOIING VAN DE INTERNE MARKT van 1985⁵²⁰, de EUROPESE AKTE van 1987⁵²¹ en

⁵¹⁶ Cf. COMMITTEE OF WISE MEN, “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 november 2000 (44 p.), 2 : “The Committee is aware of the close historical parallels between the reforms now needed at European level to create a fully integrated financial services and capital market and those used to build the “1992” internal market. The parallelism between the European Commission’s 1992 programme and the Financial Services Action Plan is clear. The aim in both cases is to create a single economic space. Both require effective and timely regulation at European level which is a sine qua non to ensure that European markets work better and achieve high levels of integration. [...]”.

⁵¹⁷ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 21. Vgl. tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 34. e.v.

⁵¹⁸ *Idem*, 21.

⁵¹⁹ EUROPESE COMMISSIE, *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, Brussel, november 1966 (382 p.), 15. Zie omtrent het SEGRÉ RAPPORT zie C. P. KINDLEBERGER, “The Development of a European Capital Market, Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission (Book Review)”, *American Economic Review*, 1967, 57/3, 657; G. PLESCON, “International Liquidity: The Case of the Common Market”, *American Economic Review*, 1968, 58/2, 608, op 610; W. INGO, “The International Bond Market in the 1960s (Book Review)”, *Journal of Finance*, 1969, 24/4, 778; Zie tevens een andere, minder omvattende analyse in E.-S. KIRSCHEN, *Financial integration in Western Europe*, New York, Columbia University Press, 1969 (144 p.) en de kritische bespreking van A.B. CRAMP waarin de vergelijking met het SEGRÉ RAPPORT wordt gemaakt. Zie A.B. CRAMP, “Financial Integration in Western Europe (Book Review)”, *Economic Journal*, 1969, 79/316, 927, op 927.

⁵²⁰ EUROPESE COMMISSIE, “De voltooiing van de interne markt: Witboek van de Commissie voor de Europese Raad”, COM(85) 310, juni

het DELORS RAPPORT in 1989⁵²². In deze tweede fase ging de aandacht voornamelijk uit naar de creatie van een eengemaakte markt voor beleggingsdiensten⁵²³. De derde fase ten slotte begon in 1998 met (de voorbereiding van) het FSAP en omvatte een substantiële toename van de omvang en de diepgang van de Europese regels, waarbij het effectenrecht een prioriteit heeft gekregen die tot voorheen ongezien was⁵²⁴.

2.2.1. Eerste fase (1957-1985)

131. EERSTE STAPPEN IN DE HARMONISATIE VAN HET EUROPEES EFFECTENRECHT – HET SEGRÉ RAPPORT (1966). In de Europese Economische Gemeenschap van de zes lidstaten werd de fragmentering van de kapitaalmarkten snel als een probleem aanzien. In het midden van de jaren zestig werd een groep experts aangesteld onder leiding van professor CLAUDIO SEGRÉ met de opdracht om te onderzoeken hoe een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt kon worden bereikt⁵²⁵. Het SEGRÉ RAPPORT dat als gevolg daarvan in 1966 gepubliceerd werd, opende met de veelzeggende vaststelling dat “[l]ess progress has been made with the development of a European capital market than with the other elements of the economic union being established in the Community”⁵²⁶. Het SEGRÉ RAPPORT omvatte, mee op basis van statistisch materiaal, heldere analyses van de omvang en aard van de fragmentering van de kapitaalmarkten. Zo werd bijvoorbeeld vastgesteld dat het aandeel van beleggingen buiten de eigen lidstaat in 1964 beperkt was tot ongeveer 30% in Frankrijk en 16% in Duitsland (in België en Nederland was dat respectievelijk 60% en 57%)⁵²⁷, de kapitaaltoestroom via institutionele investeerders bijzonder beperkt was in vergelijking met de Verenigde Staten⁵²⁸, fiscale verschillen een belangrijke belemmering vormden voor de toegang tot kapitaalmarkten van andere lidstaten⁵²⁹, te weinig uniforme informatiestandaarden mogelijke investeerders afschrikten, enz⁵³⁰. De groep experts kwam met name tot de vaststelling dat een echte integratie van de kapitaalmarkten niet mogelijk zou zijn, zolang er geen monetaire unie zou zijn, zolang de beperkingen op het vrij verkeer van kapitaal niet zouden worden opgeheven, en zolang de fiscale obstakels niet zouden worden hervormd. Om deze reden wordt 1966 in de visualisatie hierboven als een quasi-breuklijn aangegeven voor alle vier domeinen. Meer precies was het SEGRÉ RAPPORT eerder een kristallisatie van een aantal bezorgdheden en bekommernissen die reeds voordien leefden, terwijl voor het eerst een precieze doelstelling (het komen tot een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt) werd geïdentificeerd, alsook de methode om deze doelstelling te bereiken. Indien de conclusies van het rapport juist waren, en er voldoende politieke wil was om deze Europese

1985.

⁵²¹ Europese Akte, *Pb. L.*, 29 juni 1987, afl. 169, 1.

⁵²² COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 1989 (42 p.), op 11. Omtrent het DELORS RAPPORT zie : J.-V. LOUIS, “Perspectives of the EMU After Maastricht” in J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects*, Deventer/Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993 (121 p.), 1-10, 2-4; J.-V. LOUIS, “A Monetary Union For Tomorrow?”, *CMLR* 1989, 301-326.

⁵²³ *Idem*, 21. Zie tevens E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.), 3-4.

⁵²⁴ *Idem*.

⁵²⁵ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), op 22. Zie tevens op 6 waarin MOLONEY terecht de invloed van het Segré Rapport op de basisveronderstellingen van het Europees effectenrecht beklemtoont (zie tevens de tekst hieronder, bij de bespreking van de veronderstellingen van het FSAP), en zie eveneens onder meer op 62-4, 80, 89 en 134; N. MOLONEY, “Investor Protection and the Treaty”, in : G. FERRARINI, K. HOPT en E. WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Den Haag, Kluwer Law International, 2002 (607 p.), 17-61, 18; E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.), 3.

⁵²⁶ EUROPESE COMMISSIE, *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, Brussel, november 1966 (382 p.), op 15.

⁵²⁷ *Idem*, op 206.

⁵²⁸ *Idem*, op 204.

⁵²⁹ *Idem*, op 267.

⁵³⁰ *Idem*, op 225-6.

kapitaalmarkt te creëren, drongen reguleringsinitiatieven zich in de vier genoemde domeinen op teneinde een verdere integratie van de financiële markten mogelijk te maken.

132. HARMONISATIEPOGINGEN IN HET EFFECTENRECHT IN DE EERSTE FASE. Wat het effectenrecht betreft, werden als gevolg van het SEGRÉ RAPPORT de eerste generatie van “prospectusrichtlijnen” gepubliceerd, namelijk een richtlijn betreffende “de inhoud van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden bij de opnemings van door vennootschappen uitgegeven effecten in de officiële notering aan een effectenbeurs”⁵³¹ en een richtlijn betreffende “de coördinatie van de voorwaarden voor de opnemings van effecten in de officiële notering aan een effectenbeurs”⁵³². Beide richtlijnen hanteerden de minimale harmonisatiemethode. Lidstaten dienden met andere woorden de bepalingen van de richtlijnen om te zetten in het nationaal recht, maar konden tevens verder gaan dan de richtlijn, door onder meer te voorzien in strengere informatievereisten bij openbare aanbiedingen of noteringen. Een volgende stap werd in 1977 gezet met de aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties⁵³³. Volgens de Commissie waren het onvolledige karakter van de informatieverplichtingen inzake de aangeboden effecten en de onbekendheid met de op de verschillende markten geldende regels mee verantwoordelijk voor “de beperking van de beleggingen van de overgrote meerderheid der spaarders tot de markten van de landen waar zij woonachtig zijn of tot enkele grote internationale waardepapieren van een zekere bekendheid”⁵³⁴. Echter, de gebruikte harmonisatiemethode (met name een aanbeveling) was te zwak om aan deze bekommernissen te voldoen⁵³⁵. In 1980 ten slotte werd een nieuwe – tweede generatie – “prospectusrichtlijn (officiële notering)”⁵³⁶ goedgekeurd, en dit op een voorstel van de Commissie dat reeds van 1972 dateerde en eens te meer gebaseerd was op de analyses van het SEGRÉ RAPPORT⁵³⁷. Het nettoresultaat in deze eerste fase was bijgevolg een zekere – doch beperkte en voorzichtige – mate van convergentie, doch echter verre van de mate van convergentie die door het SEGRÉ RAPPORT was voorgesteld.

133. VERGELIJKINGSPUNT (I) : DE MONETAIRE UNIE IN DE EERSTE FASE. Dit contrasteert met de monetaire unie waar in deze eerste fase wel een echte vooruitgang werd geboekt⁵³⁸. Reeds begin jaren

⁵³¹ *Pb. C.*, 13 december 1972, afl. 131.

⁵³² *Pb. C.*, 10 maart 1976, afl. 56.

⁵³³ Aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties, *Pb. L.*, 20 augustus 1977, afl. 212, 37-43.

⁵³⁴ Considerans nr. 2 Aanbeveling 77/534/EEG.

⁵³⁵ Het zwakke karakter van deze Aanbeveling blijkt uit verscheidene consideransen. Zie bijvoorbeeld considerans nr. 6 Aanbeveling 77/534/EEG : “Deze aanbeveling wordt tot de Lid-Statens gericht opdat deze erop toezien dat degenen , die invloed kunnen uitoefenen op de werking van de effectenmarkten, de in de gedragscode aangegeven beginselen naleven; de Commissie heeft overigens na raadpleging van de betrokken kringen kunnen constateren dat in deze een ruime instemming over de beginselen van de code bestaat” en considerans nr. 9 : “Ook is het niet uitgesloten dat bepaalde Statens het wenselijk achten om zich aan de aanbeveling te conformeren door wetgevend op te treden op alle door de code bestreken gebieden of een van de daarin behandelde aspecten”.

⁵³⁶ Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb. L.*, 17 april 1980, afl. 100, 1.

⁵³⁷ *Pb. C.*, 13 december 1972, afl. 131. Zie tevens het Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lid-Statens worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, COM/72/887def.

⁵³⁸ Zie omtrent de historiek van de monetaire en economische unie o.m. J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects*, Deventer/Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993 (121 p.); D. GROS en N. THYGESEN, *European Monetary Integration*, Londen, Longman, 1992; L. TSOUKALIS, “Economic and Monetary Union: The Primacy of High Politics”, in : H. WALLACE en W. WALLACE (eds.), *Policy-Making in the European Union*, Oxford, Oxford University Press, 1996, 26-30 en 101-125; H. UNGERER, *A Concise History of European Monetary Integration : From EPU to EMU*, Quorum Books, 1997, P. WELFENS (ed.), *European Monetary Integration*, Springer-Verlag, 1994 (364 p.); F. SNYDER, “EMU Revisited :

zestig suggereerde de Europese Commissie een systeem van vaste wisselrentevoeten⁵³⁹. Het SEGRÉ RAPPORT plaatste dit evenwel in een ruimere context door uitdrukkelijk te stellen dat het uitblijven van een monetaire unie een essentieel obstakel vormde voor de uitbouw van een Europese kapitaalmarkt⁵⁴⁰. In 1970 werd het zogenaamde WERNER REPORT gepubliceerd dat een plan bevatte tot het opzetten van een economische en monetaire unie⁵⁴¹. In het WERNER RAPPORT werd beoogd een praktisch draaiboek te geven voor het bewerkstelligen van een economische en monetaire unie⁵⁴². Net zoals in het SEGRÉ RAPPORT werd benadrukt dat de economische en monetaire unie geen op zich losstaand gegeven is, maar mee ook onder meer een fiscale harmonisatie en andere beleidswijzigingen impliceert teneinde een werkelijke gemeenschappelijke markt voor kapitaalstromen mogelijk te maken⁵⁴³. Wat dat laatste betreft, werd vooropgesteld dat een “technische” harmonisatie nodig was, onder meer inzake de activiteiten van de kredietinstellingen en institutionele beleggers, inzake de informatieverstrekking aan en bescherming van aandeelhouders, inzake de operationele vereisten van effectenbeurzen, inzake de aanmoediging van bepaalde vormen van beleggingen en van het spaarvermogen, en inzake de juridische onderbouw van financiële transacties⁵⁴⁴. Aansluitend op het WERNER RAPPORT werd in 1973 het EUROPEAN MONETARY COOPERATION FUND (EMCF) opgezet, en werden in 1974 door de Europese Raad beslissingen genomen in de richting van meer convergentie⁵⁴⁵. Hoewel de economische moeilijkheden van de jaren zeventig ervoor zorgden dat rond het midden van de jaren zeventig het proces van monetaire integratie zijn momentum had verloren⁵⁴⁶, werd dat proces reeds in 1979 nieuw

Are We Making a Constitution? What Constitution Are We Making?”, in: P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.), 417-477, 421-435.

⁵³⁹ F. SNYDER, “EMU Revisited : Are We Making a Constitution? What Constitution Are We Making?”, in : P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.), 417-477, 422-3. SNYDER haalt ook een reeks andere bronnen aan uit deze periode (op 422-425). Zie eveneens P. COFFEY, *The European Monetary System : Past, Present and Future*, Kluwer, 1987.

⁵⁴⁰ EUROPESE COMMISSIE, *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, november 1966 (382 p.), op 267.

⁵⁴¹ P. WERNER, “Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community”, 8 oktober 1970, Bulletin of the European Communities, Supplement 11/1970. Zie tevens het BARRE RAPPORT (EUROPESE COMMISSIE, “Memorandum of the Commission to the Council on the Coordination of Economic Policies and Monetary Cooperation Within the Community”, COM(69)150final, 12 februari 1969, Bull. Suppl. Nr. 3, 1969). In het BARRE RAPPORT van 1969 – opgesteld in de context van de toen tienjarige verjaardag van het EG Verdrag – werd gesteld dat een monetaire unie een instrument was om monetaire crisissen te vermijden. Dit rapport werd gunstig ontvangen door onder meer Frankrijk, en was de rechtstreekse aanleiding tot het mandaat aan PIERRE WERNER, de toenmalige Minister van Financiën van Luxemburg (M. BRENNER, “Monetary Policy: Processes and Policies (The European Community after Twenty Years)”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 440, 1978, 98-110, 104). Zie in deze historische context tevens EUROPESE COMMISSIE, “Necessite et modalites d'une action dans le domaine des capitaux”, COM (69) 200 final, 5 maart 1969 alsook de notulen van de Vergadering van de Staatshoofden en Regeringsleiders in Den Haag, 1-2 december 1969, *Bul. 1970/nr. 2* (http://aei.pitt.edu/1451/01/hague_1969.pdf). Zie verder F. SNYDER, “EMU Revisited : Are We Making a Constitution? What Constitution Are We Making?”, in : P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.), 417-477, 426-7.

⁵⁴² P. WERNER, “Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community”, 8 oktober 1970, Bulletin of the European Communities, Supplement 11/1970, op 9.

⁵⁴³ *Idem*, 11.

⁵⁴⁴ *Idem*, 20-21.

⁵⁴⁵ COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 1989 (42 p.), op 11.

⁵⁴⁶ MICHAEL BRENNER bekritiseerde in 1978 de stand van de integratie als een *cyclus* die aanvangt met een analyse met aanbevelingen in een indrukwekkend officieel rapport, vervolgens een consensus over het belang daarvan, gevolgd door een overeenkomst om een nieuw collaboratief programma te lanceren, en tenslotte resulterend in onjuiste of onvolledige implementatie, gehandicapt door divergerende nationale belangen of externe factoren. Zie M. BRENNER, “Monetary Policy: Processes and Policies (The European Community after Twenty Years)”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 440, 1978, 98-110, 104-106, op 104 : “[a] crisis atmosphere encourages proclamations of intent to get at underlying causes, institutions and policies, but it provides little of the flexibility needed to meld interests, institutions and policies”.

leven ingeblazen, door de oprichting van het EUROPEES MONETAIR SYSTEEM (EMS) en de EUROPEAN CURRENCY UNIT (ECU). Het succes van het EMS – in termen van interne en externe monetaire stabiliteit – zou achteraf de grondslag blijken van de verdere monetaire integratie na 1985⁵⁴⁷. Men kan besluiten dat het proces van monetaire integratie doorheen deze eerste fase een langzame, maar gestage positieve ontwikkeling heeft gekend.

134. VERGELIJKINGSPUNT (II) : HET VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL IN DE EERSTE FASE. Het vrij verkeer van kapitaal bleef in vergelijking daarmee achterop. Anders dan de andere vrijheden, werd het vrij verkeer van kapitaal immers niet gevrijwaard door een bepaling in het EG⁵⁴⁸. Het Verdrag van Rome bevatte geen enkele formele verplichting om het kapitaalverkeer te liberaliseren: dit behoefde slechts te gebeuren “in de mate waarin zulks voor de goede werking van de gemeenschappelijke markt nodig is”⁵⁴⁹. Anders dan de vrijheden inzake personen, goederen of diensten, werd deze vrijheid bijgevolg enkel door secundair Europees recht geregeld, waarbij kapitaalbewegingen ingedeeld waren in lijsten met verschillende graden van liberalisatie en toegestane restricties en met daarenboven vrijwaringclausules voor lidstaten⁵⁵⁰ : zo kwam in 1960 de Eerste Kapitaalrichtlijn tot stand⁵⁵¹ en werd twee jaar later de Tweede Kapitaalrichtlijn afgekondigd⁵⁵². Het leidend thema in de weinige arresten van het Hof van Justitie tijdens deze eerste fase – zoals in *Casati*⁵⁵³ – was dat, aangezien de liberalisatie van kapitaalbewegingen nog niet geliberaliseerd was, de restricties niet strijdig met het EG recht waren.

2.2.2. Tweede fase (1985-1998)

135. HARMONISATIEPOGINGEN IN HET EFFECTENRECHT IN DE TWEEDE FASE. Het door de Delors Commissie in 1985 voorgestelde WITBOEK OMTRENT DE VOLTOOIING VAN DE INTERNE MARKT vormde een radicale breuk met de beperkte, voorzichtige en langzame hervormingen omzwachteld door het *status quo* van de eerste fase⁵⁵⁴. In haar Witboek gaf de Commissie prioriteit aan de voltooiing van de interne markt. Anders dan in de eerste fase, stond de liberalisering van de financiële diensten daarbij centraal. De liberalisering van de financiële diensten werd gekoppeld aan de liberalisering van het kapitaalverkeer⁵⁵⁵, en aanzien als “een belangrijke stap naar de financiële integratie van de Gemeenschap en de verruiming van de interne markt vormen”⁵⁵⁶. De Commissie stelde in haar WITBOEK concreet een systeem van “minimale coördinatie van de voorschriften (met name op het punt van vergunningverlening, financieel toezicht en sanering, liquidatie enz.)”⁵⁵⁷ voor, gekoppeld aan

⁵⁴⁷ COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 1989 (42 p.) (http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter13/19890412en235repeconometary_a.pdf), 11.

⁵⁴⁸ Zie voor een beschrijving hiervan M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999 (979 p.), 93-123 (en in het bijzonder nrs. 216 e.v.).

⁵⁴⁹ Artikel 67 EEG.

⁵⁵⁰ J. USHER, *The Law of Money and Financial Services in the European Community*, Oxford, Oxford University Press, 2000 (304 p.), 17.

⁵⁵¹ *Pb. L.*, 1960, afl. 291. F. SNYDER, “EMU Revisited : Are We Making a Constitution? What Constitution Are We Making?”, in : P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.), 417-477, 422.

⁵⁵² *Pb. L.*, 1963, afl. 62.

⁵⁵³ HvJ, Zaak 203/80, *Casati*, *Jur.* 1981, 2595; zie ook HvJ, Zaak 267/86, *Pascal Van Eycke tegen ASPA NV*, *Jur.* 1988, r.o. 22-24.

⁵⁵⁴ EUROPESE COMMISSIE, “De voltooiing van de interne markt: Witboek van de Commissie voor de Europese Raad”, COM(85) 310, juni 1985.

⁵⁵⁵ *Idem*, op 27, nr. 101. Zie tevens N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 23.

⁵⁵⁶ *Idem*.

⁵⁵⁷ *Idem*, op 27-28, nr. 102. M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999 (979 p.), 418-420, in het bijzonder nr. 859 en 862 : “Het [...] Witboek over de voltooiing van de interne markt, gaf een nieuwe impuls aan de verwezenlijking van de in het Verdrag van Rome neergelegde doelinstellingen van marktintegratie. [...] Het beginsel van wederzijdse erkenning heeft, onder variabele gedaantes, vorm gekregen in alle sectoren van financiële diensverlening en integratie van de kapitaalmarkten. [...] De nieuwe benadering werd aanvankelijk uitgewerkt in de maatregelen ter integratie van de kapitaalmarkten, in het bijzonder op het vlak van de informatieverplichtingen bij beroep op de kapitaalmarkt enerzijds (emissie- en admissieprospectussen), en het grensoverschrijdend aanbod van deelbewijzen in gemeenschappelijke beleggingsfondsen en –vennootschappen anderzijds”.

“onderling erkenning”⁵⁵⁸ en het beginsel van “toezicht van het thuisland”⁵⁵⁹. Wat daarnaast de regulering van de effectenmarkten betreft, werd door de Commissie voorgesteld om de “barrières tussen de effectenbeurzen op te ruimen en een communautair stelsel voor de verhandeling van effecten van internationale betekenis te scheppen”⁵⁶⁰. Te dien einde werd voorzien in een uitgebreid stappenplan, met een reeks voorstellen van richtlijnen. Deze tweede fase was vanuit een reguleringsoptiek succesvol. De meeste van deze voorstellen hebben in de periode tussen eind jaren tachtig en begin jaren negentig⁵⁶¹ inderdaad effectief geresulteerd in nieuwe richtlijnen, zoals met name het voorstel voor een richtlijn betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten⁵⁶², het voorstel voor een nieuwe – tweede generatie – “prospectusrichtlijn (openbare aanbidding)”⁵⁶³, het voorstel voor een richtlijn betreffende beleggingsadviseurs⁵⁶⁴ (dat met vertraging resulteerde in de – weliswaar uitgebreide – Richtlijn Beleggingsdiensten)⁵⁶⁵ en het voorstel voor een richtlijn betreffende de informatie die gepubliceerd moet worden indien belangrijke deelnemingen in het kapitaal van bepaalde ondernemingen worden verworven of afgestoten⁵⁶⁶. Drie van deze richtlijnen – met name de ICB (instellingen van collectieve belegging) Richtlijn⁵⁶⁷, een nieuwe “prospectusrichtlijn”⁵⁶⁸, en de Richtlijn Beleggingsdiensten⁵⁶⁹ – reflecteerden het nieuw reguleringsparadigma, namelijk de minimale harmonisatiemethode, gekoppeld aan onderling erkenning en toezicht van het land van herkomst⁵⁷⁰, gemitigeerd door de zogenaamde regels van “algemeen belang”⁵⁷¹.

⁵⁵⁸ Idem, 27-28, nr. 102.

⁵⁵⁹ Idem, 28, nr. 103. H. SCOTT, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, 15 december 2005, als working paper gepubliceerd op www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/international_finance_handbook.pdf (79 p.), 27-28. Hernomen in H. SCOTT, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, in A.T. GUZMAN en A.O. SYKES (eds.), *Research Handbook of International Economic Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing, 2006 (624 p.), 33.

⁵⁶⁰ Idem, 29, nr. 107. De Commissie stelde in dat opzicht dat “Het doel is hier elektronische verbindingen tussen de effectenbeurzen tot stand te brengen [...]. Een dergelijke koppeling zou de diepte en de liquiditeit van de communautaire effectenmarkten aanzienlijk vergroten, en hun in staat stellen op meer efficiënte wijze niet alleen te concurreren met effectenbeurzen buiten de Gemeenschap doch ook met de onofficiële en ongecontroleerde markten daarbinnen” (idem).

⁵⁶¹ Een overzicht anno 1990 wordt gegeven in M. FURSE, *Compendium of EC Financial Services Law*, London/Dublin/Edinburgh/Munich, Butterworths, 1990 (600 p.). Zie tevens A. BRUYNEEL, “Observations sur la réforme (1988-1993) du droit bancaire et financier belge”, in: X, *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.), 29-82, op 36-37.

⁵⁶² Op dat ogenblik bekend als voorstel voor een richtlijn tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten (COM(76)152 en COM(77)227) (zie EUROPESE COMMISSIE, “Bijlage bij het Witboek – Tijdschema voor de voltooiing van de interne markt tegen 1992”, COM(85) 310, juni 1985, 26). Zie tevens het voorstel tot liberalisatie van het verkeer van aandelen van instellingen voor collectieve belegging in effecten COM(78)63 en COM(79)328 (op 28).

⁵⁶³ Voorstel voor een richtlijn tot coördinatie van de eisen betreffende de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare aanbidding van effecten voor inschrijving of verkoop (COM(80)893, gewijzigd bij COM(82)441) (zie EUROPESE COMMISSIE, “Bijlage bij het Witboek – Tijdschema voor de voltooiing van de interne markt tegen 1992”, COM(85) 310, juni 1985, 27).

⁵⁶⁴ Zie EUROPESE COMMISSIE, “Bijlage bij het Witboek – Tijdschema voor de voltooiing van de interne markt tegen 1992”, COM(85) 310, juni 1985, 27.

⁵⁶⁵ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 23.

⁵⁶⁶ Zie EUROPESE COMMISSIE, “Bijlage bij het Witboek – Tijdschema voor de voltooiing van de interne markt tegen 1992”, COM(85) 310, juni 1985, 27.

⁵⁶⁷ Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), *Pb. L.*, 31 december 1985, afl. 375, 3.

⁵⁶⁸ Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbidding van effecten, *Pb. L.*, 5 mei 1989, afl. 124, 8.

⁵⁶⁹ Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb. L.*, 11 juni 1993, afl. 141, 27.

⁵⁷⁰ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 23-4. We komen uitgebreid terug op de methode van de “minimale harmonisatie” in *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1*.

⁵⁷¹ W. DEVROE, “De onverenigbaarheid van de nieuwe Belgische Wet op het hypothecair krediet met het E.G.-recht inzake vrije vestiging en

136. VERGELIJKINGSPUNT (I) : DE MONETAIRE UNIE IN DE TWEDE FASE. Wat de verwezenlijking van de monetaire unie betrof, werd de langzame maar zekere vooruitgang doorbroken door de EUROPESE AKTE van 1987 (met het WITBOEK van enkele jaren daarvoor als motor)⁵⁷². Via de EUROPESE AKTE werd immers in het toenmalige EEG-Verdrag een nieuw hoofdstuk toegevoegd met betrekking tot de “samenwerking bij het economische en monetair beleid”, dat de lidstaten ertoe verplichtte om samen te werken “[t]en einde de voor de verdere ontwikkeling van de Gemeenschap noodzakelijke convergentie van het economisch en monetair beleid te waarborgen”⁵⁷³. Het DELORS RAPPORT van 1989 was een rechtstreeks gevolg van de EUROPESE AKTE en bracht een voordien ongeziene acceleratie voort⁵⁷⁴, hetgeen op zijn beurt resulteerde in de bepalingen omtrent de monetaire unie in het VERDRAG VAN MAASTRICHT (de huidige artikelen 98 t.e.m. 124 EG). Deze bepalingen voorzagen in een eerste, voorbereidende fase die van start zou gaan op 1 juli 1990, een tweede fase die van start zou gaan op 1 januari 1994⁵⁷⁵, en uiteindelijk een derde fase die van start zou gaan op 1 januari 1999⁵⁷⁶, waardoor de monetaire integratie een feit zou worden (echter meer dan dertig jaar nadat het SEGRÉ RAPPORT dit als noodzakelijke voorwaarde voor een integratie van de Europese kapitaalmarkten had aangemerkt).

137. VERGELIJKINGSPUNT (II) : HET VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL IN DE TWEDE FASE. Midden jaren tachtig was ook een scharniermoment voor het vrij verkeer van kapitaal. In mei 1986 lanceerde de Europese Commissie het PROGRAMMA VOOR DE LIBERALISATIE VAN KAPITAALBEWEGINGEN IN DE GEMEENSCHAP⁵⁷⁷ dat mee diende gevolg te geven aan de ambities die deze zich gesteld had in haar WITBOEK⁵⁷⁸. Het programma onderscheidde in dat opzicht drie categorieën van liberalisatie van kapitaalbewegingen, namelijk de kapitaalverrichtingen (commercieel krediet, directe investeringen) die gelieerd zijn aan de effectieve uitoefening van de andere vrijheden in de interne markt, de verrichtingen met betrekking tot financiële instrumenten, en de verrichtingen met betrekking tot financiële kredieten en geldmarktinstrumenten. Met betrekking tot de tweede categorie werd opgemerkt dat de liberalisatie daarvan zou bepalen of een “unieke Europese financiële markt” kan ontstaan, terwijl de derde soort liberalisatie een noodzakelijke voorwaarde was om een “ééngemaakt Europees financieel systeem” tot stand te doen komen. Bovendien diende volgens de Commissie de liberalisatie zowel de operaties van uitgevende instellingen als beleggers te omvatten⁵⁷⁹. Als gevolg daarvan werd Richtlijn 86/566/EEG afgekondigd⁵⁸⁰, waarin werd beoogd het kapitaalverkeer geleidelijk verder te liberaliseren, en dit “parallel [...] met de ontwikkeling naar een toenemende convergentie van de economische politiek van de Lid-Staten, een grotere monetaire stabiliteit en de versterking van het Europees Monetair Stelstel

dienstverlening”, *T.R.V.*, 1993, 3-14, op 5 e.v.; M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999 (979 p.), 247-275, 903-909 en 922; A. BRUYNEEL, “Opérations de banque et droit de la consommation (Quelques réflexions en fin de siècle)”, in X. : *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Brussel, Bruylant, 2000 (1092 p.), 343-375, op 352.

⁵⁷² Europese Akte, *Pb. L.*, 29 juni 1987, afl. 169, 1.

⁵⁷³ Artikel 20 Europese Akte. Zie daaromtrent o.m. J.-V. LOUIS, “Monetary Capacity in the Single European Act” 25 *CMLR*, 1988, 9-34.

⁵⁷⁴ COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 1989 (42 p.), 11. Omtrent het DELORS RAPPORT zie : J.-V. LOUIS, “Perspectives of the EMU After Maastricht” in J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects*, Deventer/Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993 (121 p.), 1-10, 2-4; J.-V. LOUIS, “A Monetary Union For Tomorrow?”, *CMLR*, 1989, 301-326.

⁵⁷⁵ Art. 116.1 EG.

⁵⁷⁶ Art. 121.4 EG.

⁵⁷⁷ EUROPESE COMMISSIE, “Programme for the Liberalization of Capital Movements in the Community. Communication from the Commission to the Council”, COM (86) 292 final, 23 mei 1986 (18 p.).

⁵⁷⁸ *Idem*, op 8.

⁵⁷⁹ *Idem*, op 3.

⁵⁸⁰ Richtlijn 86/566/EEG van de Raad van 17 november 1986 tot wijziging van de Eerste Richtlijn van 11 mei 1960 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag, *Pb. L.*, 26 november 1986, afl. 332, 22.

(EMS)⁵⁸¹. Deze Richtlijn was echter een (zeer) voorlopige stap. Volgens (oud) artikel 8A EG, ingevoegd door deze EUROPESE AKTE, omvat de interne markt immers “een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrije verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal is gewaarborgd volgens de bepalingen van dit Verdrag⁵⁸². Als gevolg daarvan werd in 1988 Richtlijn 88/361/EEG vastgesteld⁵⁸³. Deze richtlijn zou in principe het kapitaalverkeer met ingang van 1 juli 1990 volledig liberaliseren, zowel tussen de lidstaten onderling⁵⁸⁴ als tussen de lidstaten en derde landen⁵⁸⁵ (met een overgangsregeling voor bepaalde lidstaten)⁵⁸⁶. Nog enkele jaren later, in 1993, werd het beginsel van de vrijheid van het kapitaalverkeer in het EG Verdrag zelf opgenomen, waar het thans figureert als artikel 56 EG : “1. In het kader van de bepalingen van dit hoofdstuk zijn alle beperkingen van het kapitaalverkeer tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen verboden. 2. In het kader van de bepalingen van dit hoofdstuk zijn alle beperkingen van het betalingsverkeer tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen verboden⁵⁸⁷. Even belangrijk was de impact van de hervorming die midden jaren tachtig startte op de rechtspraak van het Hof van Justitie. De “eerste generatie” uitspraken (zie hierboven) hadden hierdoor hun geldigheid grotendeels verloren, hoewel sommige elementen ervan nog een zekere relevantie behielden. Een treffende illustratie daarvan was het *Luisi en Carbone* arrest⁵⁸⁸, waarin het Hof van Justitie het fundamentele concept “kapitaal” had afgebakend : “kapitaalverkeer [...] bestaat uit financiële operaties die in wezen op belegging of investering van het betrokken bedrag zijn gericht en niet op vergoeding van een prestatie⁵⁸⁹. Ook nu nog blijft deze begripsafbakening relevant⁵⁹⁰. Niettemin luidde richtlijn 88/361/EEG een ander tijdperk in, waarnaar Advocaat Generaal GEELHOED refereerde als de “tweede fase” van de vrijheid van kapitaal⁵⁹¹ : “[e]en belangrijke stap naar liberalisatie van het kapitaalverkeer vond plaats met het tot stand brengen van richtlijn 88/361. In deze tweede fase zijn de lidstaten verplicht om de beperkingen op het intracommunautaire kapitaalverkeer op te heffen. [...] Met de inwerkingtreding van het Verdrag van Maastricht brak de derde fase aan. Het nieuwe artikel 56 EG dat het oude art. 67 EEG verving, kreeg bovendien rechtstreekse werking omdat de vrijmaking van het kapitaal niet meer voorwaardelijk was, doch slechts in de mate waarin deze vrijmaking noodzakelijk was voor de realisatie van de andere

⁵⁸¹ Considerans Richtlijn 85/566/EEG.

⁵⁸² Art. 13 Europese Akte.

⁵⁸³ Richtlijn 88/361/EEG van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag, *Pb. L.*, 8 juli 1988, afl. 178, 5. Zie tevens K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.), 431 e.v.

⁵⁸⁴ Volgens Richtlijn 88/361/EEG dienden de lidstaten de beperkingen op te heffen met betrekking tot het kapitaalverkeer tussen ingezetenen van de lidstaten (artikel 1.1).

⁵⁸⁵ Artikel 7.1 Richtlijn 88/361/EEG bepaalde immers dat de lidstaten ernaar streven, in de regeling die zij toepassen op overmakingen in verband met kapitaalverkeer met derde landen, dezelfde mate van liberalisatie te bereiken als bij transacties met ingezetenen van andere lidstaten.

⁵⁸⁶ Zie o.m. artt. 5 en 6 Richtlijn 88/361/EEG.

⁵⁸⁷ Art. 56.1 en 56.2 EG.

⁵⁸⁸ HvJ 286/82 en 26/83, *Graziana Luisi en Giuseppe Carbone Tegen Ministerie van de Schatkist*, *Jur.* 1984, 377.

⁵⁸⁹ R.o. 21.

⁵⁹⁰ Conclusie van advocaat-generaal Kokott van 14 juli 2005, HvJ C-265/04, *Margaretha Bouanich tegen Skatteverket*, *Jur.* 2006, I-923, voetnoot 17; conclusie van advocaat-generaal Léger van 30 juni 2005, HvJ C-513/03, *Erven van M. E. A. van Hilten-van der Heijden tegen Inspecteur van de Belastingdienst/Particulieren/Ondernemingen buitenland te Heerlen*, *Jur.* 2006, I-1957, r.o. 49; conclusie van advocaat-generaal Geelhoed van 20 november 2001, HvJ C-515/99, C-519/99 tot C-524/99 en C-526/99 tot C-540/99, *Hans Reisch en anderen tegen Bürgermeister der Landeshauptstadt Salzburg en Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Anton Lassacher en anderen tegen Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Grundverkehrslandeskommission des Landes Salzburg*, *Jur.* 2002, I-2157, r.o. 39; conclusie van advocaat-generaal Tesouro van 23 september 1997, HvJ C-118/96, *Jessica Safir tegen Skattemyndigheten i Dalarnas län*, *Jur.* 1998, I-1897, voetnoot 11.

⁵⁹¹ Conclusie van advocaat-generaal Geelhoed van 20 november 2001, HvJ C-515/99, C-519/99 tot C-524/99 en C-526/99 tot C-540/99, *Hans Reisch en anderen tegen Bürgermeister der Landeshauptstadt Salzburg en Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Anton Lassacher en anderen tegen Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Grundverkehrslandeskommission des Landes Salzburg*, *Jur.* 2002, I-02157, r.o. 48 en 49.

interne markt vrijheden. De vrijheid van kapitaalverkeer werd aldus – in verhouding tot de andere vrijheden uit het EG-Verdrag – een volwaardige vrijheid. Zo'n volwaardige vrijheid van kapitaalverkeer was een noodzakelijke voorwaarde voor de totstandkoming van de Economische en Monetaire Unie⁵⁹². Binnen deze tweede fase kwamen een aantal arresten tot stand, zoals *Bordessa*⁵⁹³, *Sanz de Lera*⁵⁹⁴, *Trummer en Mayer*⁵⁹⁵, *Eglise de Scientologie*⁵⁹⁶, *Europese Commissie t. België*⁵⁹⁷, waarin de reikwijdte van artikel 56 EG geleidelijk verfijnd werd. SEDLACZEK argumenteerde dat artikel 56 EG daardoor geëvolueerd was tot een vrijheid die alle beperkingen verbiedt die van aard zijn om, rechtstreeks of onrechtstreeks, daadwerkelijk of potentieel, de kapitaalbewegingen of betalingen tussen lidstaten onderling of lidstaten en derde landen te hinderen⁵⁹⁸. Dat blijkt ook te bevestigd te zijn in de zeer ruime formulering van artikel 56 EG in de zogenaamde “gouden aandeel” (“*golden share*”) arresten⁵⁹⁹ – een reeks arresten die haar voorlopige climax heeft gekregen in het *Volkswagen* arrest van 23 oktober 2007⁶⁰⁰ en het *AEM* arrest van 6 december 2007⁶⁰¹ – zodat met name *alle* nationale maatregelen die het

⁵⁹² Idem. Zie tevens para 50 en 51 : “Ik beschouw de voltooiing van de Economische en Monetaire Unie als de vierde fase. Het verkeer van kapitaaltransacties is vrij. [...] Binnen de voltooide Economische en Monetaire Unie zijn, althans binnen de Eurozone, publiekrechtelijke beperkingen aan kapitaaltransacties niet meer denkbaar. Er is één geld- en kapitaalmarkt ontstaan. Het monetair beleid is op grond van artikel 105 EG onttrokken aan de bevoegdheid van de lidstaten en vindt op het niveau van de Unie plaats. Binnen dit kader ligt de regelgeving en het toezicht op de regelgeving terzake kapitaalstromen - onder meer met de instelling van de Europese Centrale Bank - noodzakelijkerwijs op communautair niveau”.

⁵⁹³ HvJ, C-358/93 en C-416/93, *Strafzaken tegen Aldo Bordessa, Vicente Mari Mellado en Concepcion Barbero Maestre*, Jur. 1995, I-361.

⁵⁹⁴ HvJ, C-163/94, C-165/94 en C-250/94, *Strafzaak tegen Lucas Emilio Sanz de Lera, Raimundo Díaz Jiménez en Figen Kapanoglu*, Jur. 1995, I-4821.

⁵⁹⁵ HvJ C-222/97, *Manfred Trummer en Peter Mayer*, Jur. 1999, I-1661.

⁵⁹⁶ HvJ C-54/99, *Association Eglise de scientologie de Paris en Scientology International Reserves Trust tegen Premier ministre*, Jur. 2000, I-1335.

⁵⁹⁷ HvJ C-478/98, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk België*, Jur. 2000, I-7587.

⁵⁹⁸ M. SEDLACZEK, “Capital and Payments: The Prohibition of Discrimination and Restrictions”, 40 *Eur. Tax'n*, 2000, 14, 19.

⁵⁹⁹ HvJ C-503/99 *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk België*, Jur. 2002, I-4809; HvJ C-282/04 en C-283/04, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk der Nederlanden*, Jur. 2006, I-9141; HvJ C-463/00, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk Spanje*, Jur. 2003, I-4581; HvJ C-98/01, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland*, Jur. 2003, I-4641. Zie tevens S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, “Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects”, *Euredia*, 2002, 623; N. THIRION, “Golden Shares, Droit des Sociétés et Marché Intérieur”, 39 *Cahiers de Droit Européen*, 2003, 225; P. CAMÀRA, “The End of the ‘Golden Age’ of Privatisations? The Recent ECJ Decisions on *Golden Shares*”, 3 *European Business Organization Law Review*, 2002, 503; E. SZYSZCZAK, “Golden Shares and Market Governance”, 29(3) *Legal Issues of Economic Integration*, 2002, 255; E. GIPPINI FOURNIER en J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, “Actions Spécifiques dans les Sociétés Privatisées”, *Revue du Droit de l’Union Européenne*, 2003, 39; H. FLEISCHER, “Judgments of the Full Court of 4 June 2002”, 40 *C.M.L.Rev.*, 2003, 493; V. KRONENBERGER, “The Rise of the ‘Golden’ Age of Free Movement of Capital : A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities”, 4 *European Business Organization Law Review*, 2003, 115.

⁶⁰⁰ HvJ, C-112/05, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Bondsrepubliek Duitsland*, Jur. 2007, I-8995. Zie r.o. 19 (“[...] nationale maatregelen die het verwerven van aandelen van de betrokken ondernemingen kunnen blokkeren of beperken, of investeerders uit andere lidstaten ervan kunnen weerhouden in die ondernemingen te investeren, moeten worden aangemerkt als ‘beperkingen’ in de zin van artikel 56, lid 1, EG”) en r.o. 55 (“[de omstandigheid dat het aantal directe investeerders onder de aandeelhouders van Volkswagen volgens de Bondsrepubliek Duitsland vergelijkbaar is met dat in andere grote ondernemingen] doet [...] niet af aan het feit dat daadwerkelijke of potentiële directe investeerders uit andere lidstaten op grond van de aan de orde zijnde bepalingen van de Volkswagenwet kunnen zijn ontmoedigd om een deelneming in het kapitaal van deze vennootschap te verwerven teneinde met deze vennootschap duurzame en directe economische betrekkingen te vestigen of te handhaven die de mogelijkheid bieden daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur van of de zeggenschap over de betrokken vennootschap, ofschoon zij aanspraak konden maken op de voordelen van het vrije kapitaalverkeer en op de bescherming die dit hun biedt”).

⁶⁰¹ HvJ, C-463/04 en C-464/04, *Federconsumatori en anderen (C-463/04) en Associazione Azionariato Diffuso dell’AEM SpA en anderen (C-464/04) tegen Comune di Milano*, nog niet gepubliceerd, in het bijzonder r.o. 43 : “[...] artikel 56 EG [...]moet worden uitgelegd dat het in de weg staat aan een nationale bepaling [...] op grond waarvan de statuten van een vennootschap op aandelen de staat of een overheidsorgaan, indien zij aandeelhouder zijn van deze vennootschap, het recht kunnen verlenen een of meer bestuurders rechtstreeks te benoemen, wanneer dit

verwerven van aandelen van de betrokken ondernemingen kunnen blokkeren of beperken, of investeerders uit andere lidstaten ervan weerhouden in die ondernemingen te investeren, moeten worden aangemerkt als beperkingen in de zin van artikel 56, lid 1, EG⁶⁰².

2.3. DE GENESE VAN HET FSAP (1998-1999)

138. DE TOTSTANDKOMING VAN HET FSAP. Gezien het relatief succes van het programma van midden jaren tachtig, kan de vraag gesteld worden waarom het FSAP nog nodig was, en waarom het precies eind jaren negentig tot stand kwam. Deze afdeling tracht een antwoord te bieden op beide vragen.

2.3.1. De politieke context bij de totstandkoming van het FSAP

139. DE POLITIEKE CONTEXT. De aanleiding voor het opstellen van het FSAP is terug te vinden in de notulen van de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF in juni 1998 waarin de Europese Commissie verzocht werd “een actiekader voor de verbetering van de interne markt voor financiële diensten in te dienen”⁶⁰³. Deze politieke opdracht en legitimatie is vaak geciteerd – zowel in het FSAP⁶⁰⁴ en het voorbereidende document⁶⁰⁵, als in politieke toespraken⁶⁰⁶ – en hoewel historisch correct, wordt de meer genuanceerde historische context meestal niet vermeld.

140. BESCHEIDEN MANDAAT VAN DE COMMISSIE. De EUROPESE RAAD VAN CARDIFF werd gehouden net op het ogenblik dat de laatste politieke onderhandelingen omtrent de EMU (met succes) waren afgerond, een aanvang was genomen met het politieke proces van de uitbreiding van de Europese Unie met tien nieuwe lidstaten, en de economische vooruitzichten in de lente van 1998 goed waren⁶⁰⁷. In die optiek werden door de EUROPESE RAAD een aantal economische hervormingen voorgesteld om groei, welvaart, werkgelegenheid en sociale inclusie te promoten, zodat alle Europese burgers konden genieten van de voordelen van de EMU en de interne markt⁶⁰⁸. Wat deze interne markt betrof, stelde de EUROPESE RAAD vast dat, ofschoon reeds goede vooruitgang was gemaakt inzake de modernisering, uitbreiding en vereenvoudiging van de interne markt, zich bijkomende maatregelen opdrongen met het oog op de versterking van de competitiviteit, groei en werkgelegenheid⁶⁰⁹. De EUROPESE RAAD

recht [...] ertoe kan leiden dat *deze staat of dit orgaan over een controlebevoegdheid beschikt die niet evenredig is met zijn deelneming in het kapitaal van deze vennootschap*” (eigen cursivering).

⁶⁰² Zo o.m. HvJ C-282/04 en C-283/04, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk der Nederlanden*, Jur. 2006, I-9141, r.o. 20.

⁶⁰³ Conclusies van het Voorzitterschap van de Europese Raad van Cardiff, 15 en 16 juni 1998, in Engelstalige versie (Bulletin EU 6-1998, Conclusions of the Presidency (6/35), “Making the single market a motor for new jobs”, zie met name I.7). Zie tevens P. PEARSON, “The European Commission’s Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 26, nr. 3, juli 2001 329-333, 329.

⁶⁰⁴ EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan”, COM(1999)232, 11 mei 1999, 2 en 5.

⁶⁰⁵ EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten”, 28 oktober 1998, COM/98/625def, 3.

⁶⁰⁶ In het bijzonder door voormalig commissaris MARIO MONTI. M. MONTI, “The Single Market and Economic and Structural Reform the follow-up to Cardiff”, SPEECH/98/141, 25 juni 1998; M. MONTI, “EMU, Taxation and Competitiveness – Kangaroo Group Conference”, SPEECH/98/272, 27 november 1998.

⁶⁰⁷ Bulletin EU 6-1998, Conclusions of the Presidency (6/35), “Making the single market a motor for new jobs”, I.2.1.

⁶⁰⁸ Idem, I.2.1. en I.2.2. : “A new process of economic reform and the promotion of employment is under way so that all Europe's citizens can enjoy the full benefits of EMU and the single market. [...] The Cardiff European Council has taken further steps in this process by: [...] setting out essential elements of the European Union's strategy for further economic reform to promote growth, prosperity, jobs and social inclusion [...]”.

⁶⁰⁹ Idem, I.7.17.

onderscheidde daarbij een achttal maatregelen, waaronder een scorebord met indicatoren van effectieve marktintegratie, betere procedures om de afdwingbaarheid van de interne markt regulering te verhogen, diverse werkzaamheden inzake standaardisering, wederzijdse erkenning en openbare aanbestedingen, het terugdringen van verschillen inzake staatssteun, en het verhogen van fiscale efficiëntie en ontmoedigen van schadelijke fiscale concurrentie. Eén van deze maatregelen betrof het opstellen van een actieplan om de interne markt in financiële diensten te verbeteren : “[The European Council therefore] invites the Commission to table a framework for action by the time of the Vienna European Council to improve the single market in financial services, in particular examining the effectiveness of implementation of current legislation and identifying weaknesses which may require amending legislation”⁶¹⁰. Hieruit volgt dat de opdracht van de Europese Commissie relatief beperkt was⁶¹¹. Hoewel deze beperking in de politieke citaten steeds achterwege is gelaten⁶¹², toont dit aan dat het aanvankelijk mandaat van de Europese Commissie bescheiden in opzet was.

2.3.2. Het FSAP als logisch vervolg op de EMU

141. HET EINDE VAN HET ENE PROJECT EN HET BEGIN VAN EEN NIEUW PROJECT. De vraag kan gesteld worden waarom precies in 1998 het FSAP nodig werd geacht. Of met andere woorden : is het toeval dat juist op het ogenblik dat de eenheidsmunt werd verwezenlijkt⁶¹³, de Europese Commissie een nieuw project – met name het FSAP – is aangegaan? Politiek gezien lijkt er eigenlijk weinig onduidelijkheid te bestaan : het FSAP zelf geeft aan dat het zijn oorsprong vindt in “punten [...] waarop dringend actie moet worden ondernomen om de voordelen van de eenheidsmunt ten volle te benutten en een optimaal functionerende Europese financiële markt uit te bouwen”⁶¹⁴ en zoals in vorige randnummer aangegeven, stelde de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF de maatregelen ook voor in de optiek om alle Europese burgers te laten genieten van de voordelen van de EMU en de interne markt. Het FSAP wordt met andere woorden politiek gepresenteerd als een soort logisch “vervolg” op de euro⁶¹⁵.

⁶¹⁰ Idem.

⁶¹¹ Zie citaat hierboven.

⁶¹² Zo onder meer de hierboven geciteerde toespraken van MARIO MONTI alsook de tekst van het FSAP.

⁶¹³ Zie bijvoorbeeld D. SERVAIS, *A Single Financial Market – Liberalization of Capital Movements and Financial Integration; Attainment of Economic and Monetary Union*, Brussel/Luxemburg, Office for Official Publications of the European Communities, 1995 (117 p.) waar de EMU het “eindpunt” in de tekst lijkt (zie vb. op 25, 47, 115)

⁶¹⁴ EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan”, COM(1999)232, 11 mei 1999, 3. Pagina 19 tot 31 van de mededeling van de Europese Commissie bevat het eigenlijke “Actieplan voor Financiële diensten”. Vgl. ook Resolutie over de mededeling van de Commissie: Opzetten van een actiekader voor financiële diensten (COM(98)0625 C4- 0688/98), *Pb. C.*, 1 oktober 1999, afl. 279, op 97, nr. 15 : “[...] is van oordeel dat de invoering van de euro een nieuwe kans biedt voor de ontwikkeling van een interne markt voor financiële diensten, in het bijzonder voor de retailmarkt, en dat privépersonen mogen verwachten dat ze probleemloos financiële diensten in een ander land dan het hunne kunnen vergelijken en kopen”.

⁶¹⁵ A. SCHAUB, “Symposium on the Convergence of Accounting Standards: Article: The Use of International Accounting Standards in the European Union”, 25 *Nw. J. Int’l L. & Bus.*, 2005, 609, op 611 : “It was designed to allow E.U. companies and citizens to benefit fully from the advantages of the introduction of a common currency, the Euro”; P. PEARSON, “The European Commission's Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 26, nr. 3, juli 2001, 329-333, 329 : “It therefore comes as no surprise that at its meeting at Cardiff in 1998, the European Council instructed the Commission to prepare a framework for financial services. The European Council recognized that introduction of the single currency and existing single market rules were necessary, but not sufficient, conditions for the emergence of a fully functioning single E.U. market for financial services. In flexible market structures, exchange risk, other administrative, legal and supervisory obstacles all severely hampered cross-border financial business”. Zie tevens op 330 : “We need to stand back and look at the “big picture” if we are to reap the economic dividends of the single currency” en 333 : “The Financial Services Action Plan provides a clear and coherent blueprint to maximize the opportunities that the euro and integrated financial markets offer”; K. VAN HULLE, “Articles and Comments: International Convergence of Accounting Standards: A Comment on Jeffrey”, 12 *Duke J. Comp. & Int’l L.*, 2002, 357, 358-359; R. G. BARRESI, “The Impact of Monetary Union and The Euro on European Capital Markets: What May Be Achieved in Capital Market Integration”, 28 *Fordham Int’l L.J.*, 2005, 1257, 1258 en 1278; F. KUNG, “The International Harmonization of Securities Laws: The Rationalization of Regulatory Internationalization”, 33 *Law & Pol’y Int’l Bus.*, 2002, 443, op 464.

142. HET FSAP ALS LOGISCH (HARMONISATIE)VERVOLG OP DE EMU. Dit verband wordt in het FSAP zelf niet verder uitgewerkt. Wel worden in de vergaderingen van de FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP – een groep met onder meer vertegenwoordigers van alle betrokken Ministeries van Financiën van de lidstaten (zie tevens hieronder) – aangaande het FSAP meerdere verbanden tussen de euro en de nood tot herregulering van het effectenrecht aangehaald. Samengebracht lijken vijf verschillende “aangehaalde stellingen” te kunnen worden geïdentificeerd. Een eerste, centrale stelling is dat de euro pas een werkelijke integratie van de effectenmarkten mogelijk maakt indien deze aangevuld wordt met de maatregelen van het FSAP⁶¹⁶. De euro wordt daarbij als een noodzakelijke maar niet voldoende stap aanzien⁶¹⁷. De euro is met andere woorden een accelerator voor de werkelijke integratie van de effectenmarkten, en dit tezamen met de technologische ontwikkelingen van de jaren negentig⁶¹⁸. De twee volgende stellingen vormen eigenlijk een uitwerking van deze grondidee. Zo luidt een tweede stelling dat pas indien de euro wordt aangevuld met de maatregelen van het FSAP, dit kan resulteren in een aanzienlijke toename inzake beleggingsmogelijkheden, en bijgevolg een toename in de mogelijkheden die de interne markt aan onder meer vermogensbeheerders biedt⁶¹⁹. De toename inzake beleggingsmogelijkheden kan ook een positief effect hebben voor het Europese spaarderspubliek⁶²⁰.

⁶¹⁶ FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Sixth meeting, 11 februari 2000, op 1. Zie tevens X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, nr. 4, 475-489, 476 : “The drive for financial integration comes from a belief that financial markets in Europe are too small and too fragmented. The introduction of the euro has unquestionably been a major spur to the integration of markets, but a series of microeconomic policies relating to market structures, national regulation, and governance arrangements is also required” en J. GRAHL en P. TEAGUE, “Problems of Financial Integration in the EU”, *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021, 1008 : “[...] Savers, investors and borrowers over an immense and expanding economic zone are now using the same currency; the risks and costs of foreign exchange transactions have ceased to inhibit the sale and purchase of securities across national frontiers within the Eurozone. It therefore becomes possible to envisage a huge, integrated, security-based financial system, which was simply not possible when institutional investors had to take particular care not to expose their customers to big foreign exchange risks”. Zie tevens P. PEARSON, “The European Commission's Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 26 No. 3 (July 2001) 329-333, 329.

⁶¹⁷ Cf. Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, 3: “Het aantrekken van kapitaal over de grenzen heen zal dan [nl. bij status quo] veeleer de uitzondering dan de regel zijn, wat haaks staat op de redenering die aan de invoering van de eenheidsmunt ten grondslag ligt”.

⁶¹⁸ A. SAINZ DE VICUNA, “A Tribute To Sir Joseph Gold: The European Monetary Union as a Catalyst for the Integration of Financial Markets in Europe”, 8 *Law & Bus. Rev. Am.*, 2002, 37, 47. Zie tevens FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Sixth meeting, 11 februari 2000, 2. Zie tevens FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, “Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group”, oktober 1999, op 6 (zie ook op 3) : “Other forces such as globalisation, introduction of the euro and technological innovation are external”. Cf. eveneens FORUM GROUP ON MARKET MANIPULATION, “Issues paper for the first meeting of the group”, oktober 1999, op 3.

⁶¹⁹ FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Third meeting, 26 maart 1999, op 1. Zie meer genuanceerd FORUM GROUP COMMUNICATION CODIFYING CLEAR AND COMPREHENSIBLE INFORMATION FOR PURCHASERS, “Issues paper for the first meeting of the group”, oktober 1999, op 2 : “An internal market in retail financial services has been slow to develop. There has been no common currency. Firms operating in a number of member states have tailored the marketing and design of products to suit the culture, law and practice of each marketplace. Consumers have stuck with what they know either because of a natural reluctance to deal with unfamiliar providers or a lack of choice. The introduction of the single currency and rapid developments in on-line selling have the potential to transform the situation. But it will only do so if: Consumers have sufficient confidence to trade cross-border, derived from a high level of protection; Providers face a business and legislative environment that enables crossborder trade to thrive. These two objectives go hand in hand. There will be no business without confident consumers and willing providers. And in a world where increasingly more trade is carried out on-line, the quality and clarity of information provided to the purchaser takes on increasing importance [...] Put more positively, developing a coherent approach to information provision will help stimulate cross border activity, bringing greater competition to the industry and better deals for the consumer”.

⁶²⁰ FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Second meeting, 26 februari 1999, op 1. Zie tevens FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Third meeting, 26 maart 1999 : “The period since 1 January 1999 has also seen a significant realignment of portfolios by asset managers to take advantage of the new investment opportunities opened up by the euro” (op 1), “A deeper and more liquid euro market may

Een derde stelling is dat de euro, indien deze aangevuld wordt met de maatregelen van het FSAP, ook een meer competitieve financiering mogelijk zal maken. Daarbij wordt de euro opnieuw als een noodzakelijke, maar niet voldoende stap aanzien : “[t]he introduction of the euro has spurred a quantum leap in the integration of EU wholesale markets. EU authorities are anxious to ensure that these developments translate into more competitive financing for EU enterprises [...]”⁶²¹. Daarenboven luidt het dat een diepe en liquide markt het risicokapitaal verder zal stimuleren, en zo onder meer meer flexibele financieringsmogelijkheden voor startende ondernemingen tot gevolg zal hebben⁶²². Een vierde stelling betreft anderzijds enkel één deelaspect van het effectenrecht, namelijk het toezicht. Zo wordt gesteld dat de euro meer toezicht mogelijk en nodig maakt⁶²³. Ten slotte maakt de euro een eengemaakte betaalmarkt mogelijk en nodig. Zo wees de voormalige voorzitter van de Europese Commissie PRODI erop dat Europese burgers niet zullen begrijpen waarom grensoverschrijdende betalingen meer kunnen kosten dan betalingen binnen de eigen lidstaat, hetgeen volgens hem dan weer de geloofwaardigheid van de euro riskeert aan te tasten⁶²⁴. Het FSAP moet ervoor zorgen dat deze eengemaakte betaalmarkt ook daadwerkelijk kan verwezenlijkt worden.

2.3.3. De delicate start van het FSAP

143. EEN SNELLE START. Hoe het ook zij, gevolg gevend aan dit verzoek had de Commissie reeds 4 maanden later – in oktober 1998 – een mededeling “Opzetten van een actiekader voor financiële diensten” gepubliceerd⁶²⁵ en vervolgens in mei 1999 (dit wil zeggen binnen een bestek van minder dan een jaar na het krijgen van de opdracht vanwege de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF) de uiteindelijke

also spur the development of a high yield market segment, offering innovative start-up companies access to flexible financing” (op 1) en “The arrival of the euro and consequent restructuring of European financial sector has strengthened the case for intense co-operation between supervisors. As markets integrate there is a need to intensify exchange of information, views and accelerate remedial action in the event of difficulties having a cross-border dimension” (op 3).

⁶²¹ Idem, op 1. Zie tevens FORUM GROUP n° VI, “Facilitating cross-border corporate financial services – findings”, oktober 2001, op 3.

⁶²² FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Third meeting, 26 maart 1999, op 1. Door een andere studiegroep werd ook een verband gemaakt met grensoverschrijdende collateraliserings. Zie FORUM GROUP ON THE CROSS-BORDER USE OF COLLATERAL, “Issues paper for the first meeting of the group”, oktober 1999, op 2: “Collateral is used to back cross-border payment and securities transactions. Collateral givers are able to lower borrowing costs if they can convince lenders to accept their securities as collateral. Its use has increased substantially in the EU in recent years. Each day, hundreds of billions of euro are now provided to collateralize transactions, and the market is growing. The introduction of the single currency has been one new important factor in this trend. The growth of European debt and derivatives markets, and the fact that the new European System of Central Banks has been set up in such a way that is able to accept a wide range of assets for the collateralisation of payments, have been other driving factors”.

⁶²³ FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Third meeting, 26 maart 1999, op 3: “The arrival of the euro and consequent restructuring of European financial sector has strengthened the case for intense co-operation between supervisors. As markets integrate there is a need to intensify exchange of information, views and accelerate remedial action in the event of difficulties having a cross-border dimension”.

⁶²⁴ FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, Eleventh meeting, 20 september 2001, op 2.

⁶²⁵ Zie EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten”, 28 oktober 1998, COM/98/0625def. Zie in dit verband tevens het Advies van het Economisch en Sociaal Comité over de “Mededeling van de Commissie ‘Opzetten van een actiekader voor financiële diensten’”, *Pb. C.*, 22 juli 1999, afl. 209, 35-42 alsook de Resolutie over de mededeling van de Commissie: Opzetten van een actiekader voor financiële diensten (COM(98)0625 C4- 0688/98), *Pb. C.*, 1 oktober 1999, afl. 279, op 97 (“overwegende dat de Europese Raad van Cardiff de Commissie heeft verzocht om een actiekader ten behoeve van de Europese Raad van Wenen om de interne markt in financiële diensten te verbeteren, in het bijzonder door te bekijken hoe effectief de implementatie is van de bestaande wetgeving en door de zwakke punten op te sporen waarvoor wellicht aanvullende wetgeving nodig is; [...] overwegende dat de Europese Raad van Wenen zeer tevreden was over deze mededeling, de oprichting van een werkgroep op hoog niveau heeft goedgekeurd en heeft verzocht om een rapport van de Raad over de noodzakelijke stappen op weg naar één enkele financiële markt dat nog voor de Europese Raad in Keulen moest worden uitgebracht”. Vgl. tevens EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005 : “Once the introduction of euro was secured, however, political attention turned to making improvements to the single financial market. It was understood that greater integration in the financial markets was crucial to the success of euro and to European Economic and Monetary Union”; A. SAINZ DE VICUNA, “The Legal Integration of Financial Markets of the Euro Area”, in : M. ANDENAS en Y. AVGERINOS, *Financial Markets in Europe*, Den Haag, Kluwer Law International, 2003 (468 p.), 12.

versie van het FSAP voorgesteld.

144. EEN MOEILIJKE START. Het FSAP werd in een ongunstig politiek klimaat opgestart. Zo werd ten eerste het FSAP minder dan 3 maanden voor het einde, in juli 1999, van de geplaagde Europese Commissie van voormalig voorzitter SANTER bekendgemaakt⁶²⁶. Ten tweede zaten de onderhandelingen inzake diverse voorstellen van richtlijnen met betrekking tot de werking van de financiële diensten “in een nog immer voortdurende politieke impasse”⁶²⁷.

145. EEN VOORZICHTIGE START. De omwenteling die het FSAP tussen 1999 en 2007 heeft teweeg gebracht, staat bovendien in schril contrast met de zeer voorzichtige taal van het FSAP. De doelstellingen waren weliswaar ambitieus, maar het FSAP verduidelijkt dat “[d]eze mededeling van de Commissie kan *eventueel* als uitgangspunt dienen voor een werkprogramma voor financiële diensten dat voortbouwt op het beleid van de Commissie zoals dit in de besprekingen met de werkgroep voor het beleid inzake de financiële dienstverlening en in de discussies in het Europees Parlement werd uitgestippeld” (eigen cursivering)⁶²⁸. Meer nog, het FSAP beoogt, aldus de bewoordingen van het FSAP : “de doelstellingen te bevestigen waarop het beleid ten aanzien van de financiële dienstverlening de komende jaren *eventueel* kan worden afgestemd”; “een *relatieve* volgorde van de prioriteiten en een *indicatief* tijdschema voor de verwezenlijking ervan vast te stellen”; en “een aantal mechanismen te schetsen die tot de realisatie van de prioriteiten *kunnen* bijdragen” (eigen cursiveringen)⁶²⁹. Tussen deze relativeringen door – die overigens niet in het oorspronkelijke, in oktober 1998, bekendgemaakte document “OPZETTEN VAN EEN ACTIEKADER VOOR FINANCIËLE DIENSTEN” voorkwamen, maar later aan het FSAP werden toegevoegd⁶³⁰ – werd verder nog beklemtoond dat : “Bijgaand actiekader is een ambitieus programma om snel vorderingen te maken op weg naar een financiële interne markt. Het gaat om een *illustratief* plan, dat *eventueel* door de volgende Commissie ten uitvoer kan worden gelegd. *Deze zal dan uiteraard zelf moeten uitmaken onder welke voorwaarden de diverse acties worden ondernomen.* [...] Het Europees Parlement en de Raad wordt verzocht de inhoud van het actieplan te onderschrijven en het spoedeisende karakter ervan te erkennen. Voorts wordt er bij het Europees Parlement en de Raad op aangedrongen alles in het werk te stellen om de afzonderlijke maatregelen zo snel mogelijk goed te keuren en ten uitvoer te leggen, *mits daarvoor voldoende politieke steun op het hoogste niveau aanwezig is*” (eigen cursiveringen)⁶³¹.

⁶²⁶ Op 15 juli 1999 gaf toenmalig voorzitter van de Europese Commissie, JACQUES SANTER, zijn laatste publieke voordracht in die functie (J. SANTER, Conférence de Presse, SPEECH/99/108, 14 juli 1999). Opgemerkt kan worden dat het FSAP zelfs niet als zodanig vermeld werd in EUROPESE COMMISSIE, “The Commission’s Work Programme – The Policy Priorities”, 1999. Daarin werd enkel vermeld : “Measures on financial services will be required to safeguard the competitive position of operators and to improve financial stability, with a view to increased integration and globalisation of the markets” (op 9).

⁶²⁷ FSAP, op 4.

⁶²⁸ Idem, op 4. Zie tevens op 21 : “De volgende Commissie zal moeten uitmaken onder welke voorwaarden de diverse acties zullen worden ondernomen [...]”.

⁶²⁹ Idem, op 4.

⁶³⁰ Zie EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten”, COM/98/0625def. Zie in dit verband tevens het Advies van het Economisch en Sociaal Comité over de “Mededeling van de Commissie ‘Opzetten van een actiekader voor financiële diensten’”, *Pb. C.*, 22 juli 1999, afl. 209, 35-42.

⁶³¹ FSAP, op 21 : “Het Europees Parlement en de Raad wordt verzocht de inhoud van het actieplan voor financiële diensten te onderschrijven en het spoedeisende karakter ervan te erkennen. Tevens wordt er bij het Europees Parlement en de Raad op aangedrongen alles in het werk te stellen om de afzonderlijke wetgevingsmaatregelen zo snel mogelijk goed te keuren en ten uitvoer te leggen. Voorts wordt verlangd *dat de nodige politieke wil aanwezig is* en de vereiste middelen worden vrijgemaakt om de ambitieuze uitvoeringstermijnen te realiseren die zijn vastgesteld [...]” (eigen cursivering).

2.4. RECUPERATIE EN VERSTERKING VAN HET FSAP EN HET VERBAND MET DE “LISSABON AGENDA”

2.4.1. De “Lissabon agenda” als ultieme legitimatie van het FSAP

146. RECUPERATIE EN VERSTERKING IN 2000. Vanaf maart 2000 werd het FSAP gerecupereerd en krachtig versterkt door de zogenaamde “Lissabon doelstellingen” (vaak ook “Lissabon agenda” of “Lissabon strategie” genoemd)⁶³². Op de buitengewone EUROPESE RAAD VAN 23 EN 24 MAART 2000 IN LISSABON werd een “nieuw strategisch doel”⁶³³ voor de Europese Unie vastgesteld ter bevordering van werkgelegenheid, economische hervormingen en sociale samenhang⁶³⁴. De Lissabon doelstellingen van 2000 bevatten met andere woorden een politieke agenda waarvan de economische of financiële hervormingen een belangrijk onderdeel vormde⁶³⁵. Het is van belang te benadrukken dat de Lissabon agenda een immens grotere hervorming inhoudt dan het FSAP, namelijk: “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang”⁶³⁶. Naast het bevorderen van “efficiënte en geïntegreerde financiële markten”, omvatten de doelstellingen daarom onder meer de creatie van “een informatiemaatschappij voor iedereen”, de “totstandbrenging van een Europese ruimte van onderzoek en innovatie”, “hervormingen voor een voltooide en volledig operationele interne markt”, alsook “onderwijs en opleiding gericht op het leven en werken in de kennismaatschappij”, “méér en betere banen voor Europa: ontwikkeling van een actief werkgelegenheidsbeleid” of de “modernisering van de sociale bescherming”⁶³⁷. Wat de financiële markten betreft, stellen de Lissabon doelstellingen het volgende : “Efficiënte en transparante financiële markten dragen bij tot groei en werkgelegenheid door een betere allocatie van kapitaal en lagere kapitaalkosten. Zij spelen daarom een essentiële rol bij het stimuleren van nieuwe ideeën, het ondersteunen van een gunstig ondernemingsklimaat en het bevorderen van toegang tot en gebruik van nieuwe technologieën. Het is essentieel de door de euro geboden mogelijkheden aan te grijpen om de integratie van de financiële markten van de EU verder door te voeren. Efficiënte markten voor risicokapitaal spelen voorts een belangrijke rol bij de ontwikkeling van innoverende, sterk groeiende [KMO]-ondernemingen en het creëren van nieuwe en duurzame banen”⁶³⁸.

⁶³² Zie de uitdrukkelijke verwijzing naar het FSAP in Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 21. Deze link blijkt ook duidelijk in het zogenaamde “Kok Rapport” (zie GROEP OP HOOG NIVEAU (HIGH LEVEL GROUP) ONDER LEIDING VAN WIM KOK, “Rapport van de Groep op Hoog Niveau onder leiding van Wim Kok – Aan de slag : de Lissabon-strategie voor groei en werkgelegenheid”, november 2004, op 29. P. PEARSON, “The European Commission's Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 26, nr. 3, juli 2001, 329-333, 329; G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.).

⁶³³ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 5.

⁶³⁴ Idem, nr. 1 : “Door de mondialisering en de uitdagingen van een nieuwe kenniseconomie ziet de Europese Unie zich voor ingrijpende veranderingen geplaatst. Die veranderingen beïnvloeden elk facet van het leven van de burgers en vereisen een radicale transformatie van de Europese economie. De Unie moet deze veranderingen vorm geven op een wijze die in overeenstemming is met haar waarden en maatschappelijke concepten, mede met het oog op de komende uitbreiding”.

⁶³⁵ Zie o.m. J. BLANKE en A. LOPEZ-CLAROS (World Economic Forum), “The Lisbon Review 2004: An Assessment of Policies and Reforms in Europe”, op 3 : “the Lisbon Strategy can be usefully broken down into eight distinct dimensions, considered to be critical for national competitiveness: 1. Creating an information society for all; 2. Developing a European area for innovation, research and development; 3. Liberalization; 4. Building network industries; 5. Creating efficient and integrated financial services; 6. Improving the enterprise environment; 7. Increasing social inclusion; 8. Enhancing sustainable development”.

⁶³⁶ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 5.

⁶³⁷ Idem, nr. 24 : “Het menselijk kapitaal is Europa's hoogste goed en moet het kernpunt van het EU-beleid zijn. Voor Europa's plaats in de kenniseconomie en om te vermijden dat de opkomst van deze nieuwe economie de bestaande problemen van werkloosheid, sociale uitsluiting en armoede vergroot, zal het cruciaal zijn om te investeren in mensen en een actieve en dynamische welvaartsstaat te ontwikkelen”.

⁶³⁸ Idem, nr. 20. In de authentieke Nederlandse tekst was “KMO” vertaald als “MKB”.

147. DE LISSABON AGENDA ALS (ULTIEME) POLITIEKE LEGITIMATIE VAN HET FSAP. Er zijn in wezen twee essentiële verbanden te leggen tussen het FSAP en de Lissabon doelstellingen. Ten eerste vormt de verklaring van de Europese Raad op Lissabon een ultieme politieke legitimatie van wat een revolutie is geworden in de regulering van de financiële dienstensector in de lidstaten⁶³⁹. Voorgaande passage is één van de fundamentele politieke pijlers waarop de Europese herregulering van de financiële dienstensector sinds 2000 is gebouwd. Zij is zelf geschraagd op twee veronderstellingen. De eerste veronderstelling is dat meer efficiëntie en transparantie van de financiële markten zal resulteren in groei en in meer werkgelegenheid. Deze is min of meer expliciet aanwezig in de teksten van de Lissabon doelstellingen. Het is vreemd dat een tweede essentiële veronderstelling slechts “impliciet” aanwezig blijkt te zijn. Deze tweede veronderstelling is dat de integratie van de financiële markten de meest gepaste wijze is om meer efficiëntie en transparantie te bereiken. Op de vraag of deze beide onderliggende veronderstellingen juist zijn – en indien niet, in welke mate deze genuanceerd moeten worden – wordt verder ingegaan⁶⁴⁰.

148. DE LISSABON AGENDA ALS (ULTIEM) POLITIEK DRUKKINGSMIDDEL. Het tweede verband tussen het FSAP en de Lissabon doelstellingen is van pragmatische aard. In Lissabon werd het FSAP door de Europese Raad niet alleen politiek onderschreven, maar – via een “strak tijdschema” – ook politieke prioriteit gegeven. Zo werd gesteld dat “[t]eneinde de voltooiing van de interne markt voor financiële diensten te versnellen, moeten stappen worden ondernomen om een strak tijdschema vast te leggen zodat het Actieplan Financiële diensten vóór 2005 wordt uitgevoerd”⁶⁴¹. Men kan vaststellen dat het politieke tijdschema quasi-onmiddellijk – reeds 2 maanden later – werd gerecupereerd door de Europese Commissie, die in haar TWEDE VOORTGANGSRAPPORT stelde dat : “[d]eze streefdata zijn thans het referentiepunt voor dit en alle latere verslagen over de Actieplannen voor financiële diensten en risicokapitaal”⁶⁴², terwijl ook de politieke steun voor de agenda zelf uitdrukkelijk werd geciteerd⁶⁴³. De Raad zou de resterende wetgeving met betrekking tot het FSAP voor het voorjaar van 2005 moeten goedkeuren⁶⁴⁴. De lidstaten zouden voor eind 2005 de FSAP-maatregelen moeten omzetten in nationale

⁶³⁹ J. MOGG, “European Union Law Essay: Regulating Financial Services In Europe: A New Approach”, 26 *Fordham Int’l L.J.*, 2002, 58, op 58 e.v. De Europese Commissie gaf dit overigens amper 2 maanden later zelf aan in het TWEDE VOORTGANGSRAPPORT omtrent het FSAP. Zie EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, op 2 : “De Europese Raad van Lissabon zette in maart een belangrijke politieke stap in de richting van een geïntegreerde markt voor financiële diensten en kapitaal in de Europese Unie. De staatshoofden en regeringsleiders onderkennen in Lissabon dat efficiënte financiële markten een centrale rol spelen voor het Europese concurrentievermogen op de lange termijn en de ontwikkeling van de ‘nieuwe economie’ [...]”.

⁶⁴⁰ Zie hierna, *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdelingen 4 en 5*.

⁶⁴¹ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 21. De Europese Raad identificeerde daarbij de volgende “prioritaire actiegebieden” : “het vergemakkelijken van zo breed mogelijke toegang tot beleggingskapitaal op EU-schaal, ook voor [KMO’s], door middel van een ‘Europees paspoort’ voor emittenten; het vergemakkelijken van een geslaagde participatie van alle beleggers in een geïntegreerde markt waarbij belemmeringen voor beleggingen in pensioenfondsen worden weggenomen; het bevorderen van verdere integratie en een betere werking van de staatsobligatiemarkten door meer overleg en transparantie inzake uitgifteschema’s, -technieken en -instrumenten en verbeterde markten voor grensoverschrijdende cessie- en retrocessietransacties; het verbeteren van de vergelijkbaarheid van financiële verslagen van bedrijven; en intensievere samenwerking tussen de toezichhoudende autoriteiten van de financiële markten in de EU”.

⁶⁴² EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, op 2.

⁶⁴³ Zie bijvoorbeeld (in de context van de Prospectusrichtlijn) Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief, op 2 : “Bovengenoemde doelstelling [nl. de totstandbrenging van een eengemaakte Europese kapitaalmarkt] sluit eveneens aan bij het verzoek van de Europese Raad van Lissabon om één enkel paspoort in te voeren voor emittenten die in de hele Europese Unie actief zijn”.

⁶⁴⁴ X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, nr. 4, 475-489, 475.

wetgeving⁶⁴⁵. Bovendien werd de Lissabon agenda ook gebruikt als ultieme politieke steun voor de Lamfalussy-reguleringsbenadering⁶⁴⁶, en dit meer bepaald in de discussies daaromtrent met het Europees Parlement⁶⁴⁷. Anno 2008 kan gesteld worden dat dit politiek opgelegde tijdschema wellicht een aanzienlijke en dwingende invloed heeft uitgeoefend op het proces van herregulering dat was ingezet met het FSAP⁶⁴⁸.

2.4.2. De blijvende impact van de “Lissabon agenda” op het FSAP

149. DE POLITIEKE RUGGESTEUW NA LISSABON. Uit voorgaande analyse blijkt dat sinds 2000 het FSAP fundamenteel beschouwd werd als één van de instrumenten om de Lissabon doelstellingen te halen. Afgaande op de conclusies van de opeenvolgende Europese Raden zijn tussen 2000 en 2007 drie fasen te onderscheiden. De eerste fase – 2000, 2001, 2002 en 2003 – is gekenmerkt door een politieke prioritering door de Europese Raad van het FSAP als belangrijk onderdeel van de Lissabon agenda. De tweede fase – 2004 en 2005 – is gekenmerkt door wat op het niveau van de Europese Raad een politieke stagnatie aangaande het FSAP lijkt te zijn. De politiek op het niveau van de Europese Raad lijkt in deze fase een stap terug gezet te hebben, hetgeen verklaard kan worden door het technisch dynamisme dat in die periode op het niveau van de Commissie plaatsvond (zie hierna). De derde fase lijkt te zijn ingezet in 2006, wanneer de Europese Raad opnieuw aan politieke sturing doet (vb. de politieke oproep voor wederzijdse erkenning van boekhoudkundige normen met de Verenigde Staten). De hervonden politieke sturing kan worden samengelezen met de evolutie naar een toenemende continuïteit in de evaluatie van de implementering van de Lissabon maatregelen in de lidstaten die sinds 2005 merkbaar is.

150. POLITIEKE PRIORITISERING EN STAGNATIE (2000-2005). De politieke legitimatie en impuls die in Lissabon aan het FSAP werd gegeven, werd een jaar later door de EUROPESE RAAD VAN STOCKHOLM in maart 2001 herhaald⁶⁴⁹ alsook in het jaar erna door de EUROPESE RAAD VAN BARCELONA in maart 2002⁶⁵⁰. Op te merken valt – indien men de teksten van 2000 en 2001 vergelijkt met deze van nadien – dat in 2002 het politieke perspectief lijkt te wijzigen⁶⁵¹. De twee voornoemde veronderstellingen krijgen een bovenbouw in een bijkomende, derde veronderstelling, namelijk dat een

⁶⁴⁵ EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, op 2 : “Voorts drongen de staatshoofden en regeringsleiders erop aan dat het Actieplan Financiële Diensten vóór 2005 wordt uitgevoerd en dat het Actieplan Risicokapitaal vóór 2003 wordt uitgevoerd. Deze streefdata zijn thans het referentiepunt voor dit en alle latere verslagen over de Actieplannen voor financiële diensten en risicokapitaal”.

⁶⁴⁶ Zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 3*.

⁶⁴⁷ Zo vb. R. PRODI, “Implementation of Financial Services Legislation in the Context of the Lamfalussy Report – Intervention by President Romano Prodi to the European Parliament’s plenary session”, SPEECH/02/44, 5 februari 2002.

⁶⁴⁸ Vgl. DEUTSCHE BANK, “FSAP Evaluation Part I: Process and implementation – Response by Deutsche Bank AG”, ongedateerd, op 2 : “Placing individual measures into a wider context has, no doubt, helped to foster understanding amongst policy-makers and stakeholders about the importance of specific measures for the overall efficiency of EU financial markets. In addition, it was fortunate that the wider context of the EU’s Lisbon strategy clearly increased momentum to reach deadlines”.

⁶⁴⁹ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Stockholm, 23 en 24 maart 2001, nr. 18 (“[h]et is van het allerhoogste belang dat het Actieplan Financiële diensten snel wordt uitgevoerd. Daartoe moet het tempo van het wetgevingsproces worden opgevoerd. De regulering van de effectenmarkten moet voldoende flexibel zijn om te kunnen inspelen op marktontwikkelingen, zonder evenwel de behoefte aan transparantie en rechtszekerheid uit het oog te verliezen”) en nr. 19 (“verzoekt dat het Actieplan Financiële diensten tegen 2005 volledig wordt uitgevoerd, waarbij alle betrokken partijen zich ten volle inzetten om tegen eind 2003 een geïntegreerde effectenmarkt tot stand te brengen door voorrang te verlenen aan de wetgeving over effectenmarkten in het plan [...]”).

⁶⁵⁰ Zie Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Barcelona, 15 en 16 maart 2002, nr. 35.

⁶⁵¹ Deze vaststelling sluit ook aan bij de relatief trage vooruitgang bij de uitvoering van FSAP die tot 2002 was waar te nemen. Zie vb., in 2002, W.J. OOSTWOUDE, “De race naar één Europese markt : Sprint, marathon of slakkegang?”, *O&F*, 2002, nr. 52, 2, op 4 : “De uitvoering van het FSAP is tot dusver minder voorspoedig gelopen dan gepland” en, in 2002, W.J. OOSTWOUDE en A. VAN DER KRANS, “Financial Services Action Plan : Is Europa klaar voor Olympisch goud?”, *O&F*, 2004, nr. 61, 22, op 24 : “De uitvoering van het FSAP kwam in het begin moeizaam op gang”.

geïntegreerde en Europese kapitaalmarkt niet alleen de ondernemingen – daar ging het in de formulering in Lissabon voornamelijk om – maar ook de consumenten en investeerders zal ten goede komen, door meer keuze en lagere prijzen alsook een gepaste bescherming⁶⁵². In maart 2003 werd nogmaals aangegeven dat de Europese Raad verzoekt om het FSAP snel te voltooien. Daarbij werd in het bijzonder gevraagd om de Prospectusrichtlijn voor het einde van 2003 aan te nemen⁶⁵³. Terwijl in 2004 het FSAP nog goed was voor een korte paragraaf met betrekking tot de voordelen van een eengemaakte kapitaalmarkt⁶⁵⁴, ontbrak in 2005 elke vermelding van het FSAP op de vergadering van de EUROPESE RAAD VAN BRUSSEL⁶⁵⁵. Men kan vaststellen dat sinds 2004 de eengemaakte kapitaalmarkt werd voorgesteld als één van de onderdelen van “competitiviteit en innovatie”, dat zelf kaderde onder de centrale Lissabon doelstelling om, naast werkgelegenheid, “sustainable growth” te creëren⁶⁵⁶. Inzake deze doelstelling werd sinds 2004 echter meer aandacht gegeven aan onderwerpen met betrekking tot betere regelgeving, onderzoek en ontwikkeling, milieubekommernissen en sociale cohesie⁶⁵⁷. Men zou daaruit kunnen afleiden dat het FSAP niet meer als prioriteit werd beschouwd. Men zou daaruit ook precies het tegenovergestelde kunnen afleiden, namelijk dat het FSAP zodanig succesvol was, dat geen politieke sturing meer vereist was. Nog een andere verklaring is dat een dergelijk onderwerp te technisch was geworden voor politieke beslissingen op het niveau van de Europese Raad.

151. POLITIEKE MONITORING EN STURING (VANAF 2005). Vanaf 2005 kan men op het niveau van de Europese Raad evenwel meer politieke monitoring en (bij)sturing vaststellen. In een rapport van februari 2005 evalueerde de Europese Commissie de Lissabon strategie als volgt : “Men is het eens over zowel de kwaal als het middel, maar er is onvoldoende vooruitgang geboekt. [...] Dit rapport beoogt niet de Lissabon-strategie te herschrijven, maar er worden nieuwe maatregelen op Europees en nationaal niveau beschreven waarmee onze visie op Lissabon kan worden waargemaakt”⁶⁵⁸. Het FSAP werd daarbij betiteld als één van de belangrijke successen. Zo stelde de Commissie onder meer dat “de wetgevingsmaatregelen [...] op tijd [werden] afgerond; de samenwerking tussen de Europese instellingen verliep goed en er werden innovatieve oplossingen gevonden om het ambitieuze nieuwe kader tot in detail uit te werken”⁶⁵⁹. Op de Europese raad van maart 2005 werden de conclusies en aanbevelingen in dit rapport van de Europese Commissie in ruime mate onderschreven⁶⁶⁰, hetgeen de Commissie er vervolgens toe leidde om in juli 2005 een nieuwe mededeling te publiceren⁶⁶¹ zonder

⁶⁵² Idem, nr. 35 : “[o]nly through an integrated and efficient European capital market will consumers and business alike reap the full benefits of the euro. Competitive financial markets will lead to increased choice and lower prices for consumers and investors, with appropriate levels of protection”.

⁶⁵³ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 20 en 21 maart 2003, nr. 31. “For financial services, the European Council: [...] invites the Council to rapidly complete the Financial Services Action Plan. This will require proper and effective implementation of existing Directives and the adoption by the end of 2003 of the pensions and prospectuses directives and by April 2004 of the investment services and the transparency directives”.

⁶⁵⁴ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 25 en 26 maart 2004, nr. 20 : “An effective single market for Financial Services will provide more and cheaper capital, including much needed venture capital. The European Council calls for the remaining elements of the Financial Services Action Plan – the proposed Directives on Investment Services and on Transparency – to be finalised before the end of the current Parliament. It also underlines the importance of strengthening corporate governance”.

⁶⁵⁵ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 22 en 23 maart 2005.

⁶⁵⁶ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 25 en 26 maart 2004, nr. 11.

⁶⁵⁷ Zie in het bijzonder Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 25 en 26 maart 2004, nrs. 12 t.e.m. 16 (“sound macro-economic policies”), nr. 23 (“better regulation”), nrs. 24 t.e.m. 27 (“reaching the R&D target”), nr. 29 (“social cohesion must be central”) en nrs. 30 t.e.m. 33 (“environmentally sustainable growth”).

⁶⁵⁸ EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling aan de Europese Voorjaarsraad – samen werken aan werkgelegenheid en groei – een nieuwe start voor de Lissabon-strategie”, 2 februari 2005, COM(2005)24, op 7.

⁶⁵⁹ Idem, op 18.

⁶⁶⁰ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 22 en 23 maart 2005, nr. 8 : “In the light of these proposals, the European Council asks the Commission, Council and Member States to relaunch the Strategy without delay on the basis of the following elements centred on growth and employment”.

⁶⁶¹ EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement – Gemeenschappelijke acties voor

verwijzing naar het FSAP⁶⁶². Op deze basis werden tenslotte op 12 april 2005 de zogenaamde Geïntegreerde Richtsnoeren voor Groei en Werkgelegenheid door de Europese Commissie voorgesteld⁶⁶³. Verder werd als “geïntegreerde richtsnoer nr. 7” voorgesteld, waarbij de noodzaak werd benadrukt om onder meer de interne markt regelgeving efficiënter af te dwingen⁶⁶⁴. Dit is ook de algemene teneur van de vergadering van de Raad van Europa die in maart 2006 gehouden werd⁶⁶⁵, ofschoon daar wel een aantal nieuwe prioriteiten politiek werden geïdentificeerd. Zo benadrukte deze Raad van Europa dat niet alleen de FSAP maatregelen maar ook het Witboek Financiële Diensten (2005-2010) volledig moeten worden geïmplementeerd, er vooruitgang moet worden gemaakt inzake clearing- en vereffeninginstellingen alsook inzake de creatie van de “Single Payment Area”, het kader voor grensoverschrijdend toezicht van de financiële sector alsook grensoverschrijdend crisisbeheer moet worden uitgewerkt, en tenslotte wederzijdse erkenning dient te komen van boekhoudkundige normen met de Verenigde Staten⁶⁶⁶. Op de ECOFIN vergadering van 9 september 2006 te Helsinki werd de impact van globalisering op de rol van de financiële markten bediscussieerd. Daarbij werd met name het positieve effect van de financiële markten op Onderzoek & Ontwikkeling, innovatie en productie benadrukt: “We need more integrated and efficient financial markets and we need to put special emphasis on the efficiency of public sector actions. At the same time, full benefits of efficient financial markets will not be realised if labour and product markets are not prepared for challenges brought about by the increased global competition [...]”⁶⁶⁷. Als gevolg daarvan voert de Europese Bank een analyse door van de institutionele barrières die het efficiënt functioneren van het financiële systeem kunnen hinderen⁶⁶⁸.

2.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

Een historische analyse toont aan dat de harmonisatiebeweging van het FSAP moet gezien worden in

groei en werkgelegenheid: het communautair Lissabonprogramma”, 20 juli 2005, COM(2005)330definitief, op 2: “De Commissie heeft op 2 februari 2005 een nieuwe start voor de Lissabon-strategie voorgesteld. De inspanningen van de Europese Unie moeten op twee hoofdthema’s worden toegespitst: meer duurzame groei en meer en betere banen. Sindsdien zijn de instellingen van de Europese Unie begonnen het nieuwe elan in concrete acties om te zetten. De Europese Raad van maart, het Europees Parlement en de Europese sociale partners hebben het voorstel van de Commissie om de Lissabon-strategie opnieuw op te starten en te heroriënteren ten volle gesteund”.

⁶⁶² Idem, op 9. Enkel wordt nog vermeld dat “ook de volledige integratie van de financiële markten de productie en de werkgelegenheid [zal] ten goede komen”.

⁶⁶³ EUROPESE COMMISSIE, “Geïntegreerde richtsnoeren voor groei en werkgelegenheid (2005-2008), met inbegrip van een voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de Richtsnoeren voor het werkgelegenheidsbeleid van de lidstaten, en een aanbeveling van de Commissie betreffende de Globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en de Gemeenschap”, COM(2005)141 definitief (http://ec.europa.eu/growthandjobs/pdf/COM2005_141_en.pdf), op 18: “Finally, the full integration of financial markets would raise output and employment by allowing more efficient allocation of capital and creating better conditions for business finance”. Vgl. tevens Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het “Voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de Richtsnoeren voor het werkgelegenheidsbeleid van de lidstaten”, *Pb. C.*, 17 november 2005, afl. 286, 38-44.

⁶⁶⁴ Idem, op 19: “[t]o extend and deepen the Internal Market, Member States should speed up the transposition of Internal Market directives, give priority to stricter and better enforcement of Internal Market legislation, accelerate the process of financial market integration, eliminate tax obstacles to cross-border activities and apply EU public procurement rules effectively (Integrated guideline No 7)”.

⁶⁶⁵ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 23 en 24 maart 2006 (http://consilium.europa.eu/cms3_applications/Applications/newsRoom/LoadDocument.asp?directory=en/ec/&filename=89013.pdf), nr. 32 “A fully integrated financial market and sufficient access to finance is crucial for the growth of small and medium sized enterprises. If not properly addressed, the lack of finances will continue hindering innovation in SMEs [...]”. Zie ook paragraaf 56, hierboven geciteerd.

⁶⁶⁶ Zie de Verordening (EG) nr. 1569/2007 van de Commissie van 21 december 2007 waarbij ter uitvoering van de Richtlijnen 2003/71/EG en 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad een mechanisme wordt opgezet voor het nemen van een besluit over de gelijkwaardigheid van standaarden voor jaarrekeningen die door effectenuitgevende instellingen van derde landen worden toegepast, *Pb. L.*, 22 december 2007, afl. 340, 66.

⁶⁶⁷ Press release, Economic and Financial Affairs; Informal Ecofin meeting in Helsinki, 9 september 2006.

⁶⁶⁸ G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 3.

een lange geschiedenis van rapporten en pogingen – via onder meer het SEGRÉ RAPPORT, het WERNER RAPPORT, het WITBOEK OMTRENT DE VOLTOOIING VAN DE INTERNE MARKT gevolgd door de EUROPESE AKTE en het DELORS RAPPORT – om tot een (meer) geïntegreerde kapitaalmarkt te komen. In de jaren negentig van de vorige eeuw ontstond evenwel opnieuw het gevoel dat de hervormingen qua omvang en snelheid tekort schoten om een geïntegreerde kapitaalmarkt te realiseren. In 1998 werd om deze reden een nieuwe fase ingeluid door de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF, waarbij aan de Commissie een mandaat werd gegeven om een “actiekader voor de verbetering van de interne markt voor financiële diensten” in te dienen, hetgeen een jaar later resulteerde in het FSAP. In die context hebben we vastgesteld dat de aanvang van het FSAP een zekere mate van ambiguïteit vertoont. Het mandaat van de Europese Commissie was immers al bij al vrij bescheiden in opzet, in dergelijke mate zelfs dat het uiteindelijke effect van het FSAP dat minder dan 1 jaar na de opdracht werd voorgesteld, disproportioneel lijkt aan het bescheiden initieel mandaat. De vraag kan worden gesteld of ook andere factoren de hervormingen van het FSAP hebben mogelijk gemaakt; op deze vraag wordt in de volgende afdeling ingegaan. Ongeacht deze verdere analyse is het in elk geval van belang op te merken dat enkele maanden later het FSAP gerecupereerd en krachtig versterkt werd door de zogenaamde “Lissabon doelstellingen” van maart 2000 met de ambitie voor de Europese Unie om “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang”. Het FSAP werd voortaan beschouwd als een instrument teneinde de Lissabon doelstellingen te halen, dit wil in wezen zeggen groei en werkgelegenheid. Dat betekent dat een analyse van het falen of slagen van het FSAP ultiem moet kwantificeren of (en in welke mate) deze doelstellingen al dan niet bereikt werden. Hoewel dergelijke analyse in wezen economisch van aard is, zullen we in de volgende afdelingen van dit hoofdstuk de basis-veronderstellingen van het FSAP verder analyseren.

AFDELING 3. POLITIEKE ANALYSE VAN HET SUCCES VAN DE HARMONISATIEBEWEGING SINDS 1999

3.1. OPZET

152. VERKLARINGEN VOOR DE CESUUR VAN HET FSAP. Zoals in voorgaand tussentijds besluit gesteld, roept een historische analyse van de harmonisatiebeweging die tussen 1957 en 2008 heeft plaatsgevonden, een aantal vragen op. Zoals hierboven gebleken, stelde de Commissie in 2005 dat het FSAP kan beschouwd worden als één van de grote successen van de Lissabon agenda⁶⁶⁹ en wordt de harmonisatiegolf die plaatsvond door GEENS bestempeld als “revolutionair”⁶⁷⁰. Wat de aanpak en timing betreft⁶⁷¹ alsook kwantitatief⁶⁷² is het zeker zo dat de Commissie in haar doelstellingen is geslaagd⁶⁷³. Bovendien lijkt het erop dat een aantal maatregelen die strikt gezien buiten het FSAP vielen toch mee werden gevoed door het elan en vooral het tempo van het FSAP⁶⁷⁴. De historische achtergrond plaatst de harmonisatiebeweging van het FSAP evenwel in een lange geschiedenis van pogingen om tot een (meer) geïntegreerde kapitaalmarkt te komen, die gekenmerkt is door een gestage maar langzame progressie. Het FSAP was bovendien geconcipieerd op een politiek delicaat ogenblik, en het politieke geloof in het FSAP werd door de verslechterende economische situatie na 2000 meteen getest. Deze

⁶⁶⁹ EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling aan de Europese Voorjaarsraad – samen werken aan werkgelegenheid en groei – een nieuwe start voor de Lissabon-strategie”, 2 februari 2005, COM(2005)24, op 18. Zie tevens X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, nr., 4, 475-489, 479 : “Despite these difficulties, the first stage of the FSAP has been a political success. Few other European policy programmes have been completed so comprehensively and in such timely fashion” en 486 : “The progress that has been made in passing the FSAP measures at the European level has been impressive”.

⁶⁷⁰ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *T.R.V.*, 2006, 75-89, nr. 8 : “[...] de voortgang die hier de laatste vijf jaar gemaakt werd, en de opvolging daarvan, zijn ronduit revolutionair”.

⁶⁷¹ K. LANNOO en M. LEVIN, European financial law-making beyond 2005, 2005 (www.ceps.be/Article.php?article_id=130) : “Let’s give credit where credit is due: the European Commission has achieved a remarkable success with the Financial Services Action Plan (FSAP). It built a consensus among the member states and the private sector on the necessity of the plan, it changed legislative procedures and structures for the adoption of financial legislation, it stuck to the timetable and the intentions of the plan, and it put Brussels on the map for the financial services industry”.

⁶⁷² E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, Working Paper Series Financial Law Institute (University of Ghent), december 2004, WP2004-10, op 1 : “Of the 42 measures proposed, 39 have been adopted as of half 2004, what undoubtedly is to be considered an impressive achievement”; W.J. OOSTWOUDER en A. VAN DER KRANS, “Financial Services Action Plan : Is Europa klaar voor Olympisch goud?”, *O&F*, 2004, nr. 61, 22, op 38 : “EU-commissaris voor de interne markt, Frits Bolkestein, noemde de FSAP een ‘ongeveerwaard succes’. Wetstechnisch is dit zeker het geval : van de 42 maatregelen zijn er inmiddels 38 aangenomen [...]. Het Financial Services Action Plan is dan ook vrijwel voltooid”.

⁶⁷³ A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN, “European Financial Integration: Progress & Prospects”, toespraak 22-23 juni 2004 (3 p.), 1 : “Let me start by saying that Lamfalussy is a success! This is not in the first place the opinion of CESR, but this is the publicly expressed opinion of quite a few highly regarded, independent sources. Interesting too is that nobody expressed the view that it is a failure. The current FSAP has (almost) been completed at EU-level which is a major achievement as such. Key-part in this process has been the intensified interaction between authorities and market participants. So far the good news! This good news is exactly the reason to carefully think about our future way forward”. Men kan zich de vraag stellen, in de context van de financiële crisis van 2008, of dergelijke beweringen niet voorbarig waren. Het is ook de vraag wie deze “highly regarded, independent sources” waren. Zie tevens A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN en W.J. MOELIKER, “CESR : De beginjaren”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 55, 55-56.

⁶⁷⁴ Vb. S.-K. KIM, “Legislative Development: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan To Move Forward”, 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2004-2005, 213, 214-214 (met betrekking tot corporate governance), en J. MANTES FERREIRA-GOMES, “Student Note: Auditors As Gatekeepers: The European Reform Of Auditors’ Legal Regime and The American Influence”, 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2005, 665, 674-675 : “[t]he regulation of auditing services was developing at its usual slow pace (although within the construction of a single capital market as defined in the Financial Services Action Plan and no longer as part of the slower process of harmonization of corporation law) when the financial scandals started arising in the United States”.

afdeling beoogt een verklaring te vinden voor de cesuur tussen de harmonisatiebeweging vóór het FSAP en de harmonisatiebeweging na het FSAP⁶⁷⁵.

3.2. EERSTE MOGELIJKE VERKLARING : HET FSAP ALS NOODZAKELIJK ANTWOORD

153. HET FSAP ALS ANTWOORD OP DE VRAGEN VAN ZIJN TIJD. Eén zienswijze is dat het FSAP het noodzakelijk antwoord bood op de vragen van zijn tijd. De marktspelers, de Europese instellingen en de lidstaten dienden bijgevolg het FSAP als noodzaak te aanvaarden.

3.2.1. Crisis van de instellingen op het einde van de vorige eeuw

154. CRISIS VAN DE INSTELLINGEN. Eind jaren negentig van vorige eeuw bestond immers niet alleen het gevoel dat de toen bestaande regelgeving niet voldoende was om de kapitaalmarkten verder te doen integreren, maar ook dat deze regelgeving zelf niet meer aangepast was aan de noden van zijn tijd. Op basis van het mandaat van de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF⁶⁷⁶ werden door de Commissie diverse FORUM GROUPS OF MARKET EXPERTS samengebracht rond verschillende thema's⁶⁷⁷: de hervorming van de ISD⁶⁷⁸, de regels aangaande marktmanipulatie⁶⁷⁹, grensoverschrijdende collateraliserings⁶⁸⁰, informatie⁶⁸¹, marktobstakels inzake de retail financiële dienstensector⁶⁸², en grensoverschrijdende corporate financiële dienstensector⁶⁸³. De analyse van de geconsulteerde experten leidde (inderdaad) tot de conclusie dat de bestaande regelgeving in vele opzichten niet meer aangepast was⁶⁸⁴. Factoren zoals de liberalisering van de regelgeving (als gevolg van het eerder genoemde PROGRAMMA VOOR DE LIBERALISATIE VAN KAPITAALBEWEGINGEN IN DE GEMEENSCHAP⁶⁸⁵) en de daaruit volgende ISD en bankrichtlijnen, hebben onder meer geleid tot een toename van de grensoverschrijdende activiteiten inzake bancaire diensten en beleggingsdiensten, en als gevolg daarvan een toegenomen samenwerking tussen toezichthoudende overheden⁶⁸⁶. Een ander voorbeeld zijn de ICB Richtlijnen die mee de ontwikkeling van de institutionele beleggers hebben versterkt⁶⁸⁷. Dergelijke marktontwikkelingen

⁶⁷⁵ Cf. P. DAVIES, G. HERTIG en K. HOPT, "Beyond the Anatomy", in : R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.), 215 : "[...] between the extremes of analyzing the legal effects of financial shock and orderly evolution, much room remains for the investigation of legal change at the level of the state, whether such change occurs through harmonization, regulatory arbitrage, or inter-jurisdictional competition".

⁶⁷⁶ Zie vorige afdeling.

⁶⁷⁷ P. PEARSON, "The European Commission's Action Plan for Financial Services", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 26 No. 3 (July 2001) 329-333, 330.

⁶⁷⁸ FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, "Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999.

⁶⁷⁹ FORUM GROUP ON MARKET MANIPULATION, "Issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999.

⁶⁸⁰ FORUM GROUP ON THE CROSS-BORDER USE OF COLLATERAL, "Issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999.

⁶⁸¹ FORUM GROUP COMMUNICATION CODIFYING CLEAR AND COMPREHENSIBLE INFORMATION FOR PURCHASERS, "Issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999.

⁶⁸² FORUM GROUP ON MARKET OBSTACLES, maart 2000 "Issues paper for the first meeting of the group: 'Retail financial services - overcoming remaining barriers'".

⁶⁸³ FORUM GROUP n° VI, "Facilitating cross-border corporate financial services – findings", oktober 2001.

⁶⁸⁴ Zo wordt gesteld dat : "In the last decade a number of powerful forces have shaped the structure and the type of business in the securities markets [...]" (zie FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, "Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999, op 6).

⁶⁸⁵ EUROPESE COMMISSIE, "Programme for the Liberalization of Capital Movements in the Community. Communication from the Commission to the Council", COM(86)292 final, 23 mei 1986 (18 p.).

⁶⁸⁶ K. SMITH, "The Need for Centralized Securities Regulation in the European Union", 24 *B.C. Int'l & Comp. L. Rev.*, 2000, 205, op 213-217.

⁶⁸⁷ FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, "Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group", oktober

waren zelf wel het resultaat van Europese regelgeving maar konden niet gereflecteerd worden in de statische Europese regelgeving.

3.2.2. Externe factoren : globalisering, EMU en technologische ontwikkelingen

155. EXTERNE FACTOREN. Hetzelfde gold voor andere factoren, zoals de globalisering⁶⁸⁸, verstrekt door de introductie van de eenheidsmunt, en de technologische innovaties van de jaren negentig. Zo vond een internationalisering van de financiële portfolio's plaats en een zekere Europese marktintegratie (zoals het feit dat Europese portfolio's en indexen in toenemende mate per sector werden gecatalogeerd en niet meer per land)⁶⁸⁹. Bovendien was de financiële sector onderhevig aan consolidatieprocessen op nationaal, Europees en globaal niveau met als resultaat een toenemend belang van risicomangement en, mee als gevolg daarvan, een toegenomen gebruik van collateraliseringsschema's⁶⁹⁰. De diverse technologische wijzigingen waren wellicht de meest krachtige factor. Zo merkte één van de expertengroepen die in 1999 door de Commissie aangesteld waren op : "[s]ecurities markets have always moved to the latest technology. However, new technologies may alter the nature of the markets and fundamentally modify the way investors, intermediaries and markets are organised and interact with each other". Richtlijnen zoals de Richtlijn Beleggingsdiensten die in de jaren tachtig geconcipeerd waren (zie *Afdeling 2*), werden gepercipieerd als onaangepast ten aanzien van fenomenen zoals "day traders", nieuwe (on line-)financiële tussenpersonen, alternatieve verhandelingsystemen, en de snelheid waarmee de technologische vooruitgang voortschreed⁶⁹¹.

3.2.3. Kritische bedenkingen bij deze verklaringspoging

156. DE "UNIEKE" ECONOMISCHE, POLITIEKE, SOCIALE EN TECHNOLOGISCHE CONTEXT. Kortom, deze analyse beklemtoont "unieke" economische, politieke, sociale en technologische ontwikkelingen die zich in de jaren negentig voltrokken en waarvoor het FSAP het gepaste antwoord bood, namelijk een algemene herijking van de reglementering gebaseerd op nieuwe, reële noden en geconcipeerd om het proces tot verdere integratie van de kapitaalmarkten te versterken. Dat het FSAP dergelijke mate van succes kende, en op enkele jaren tijd heeft kunnen leiden tot een volledige hervorming van het effectenrecht (in de meest ruime zin), zou dan *a posteriori* zelfs kunnen aangeven dat het FSAP ook objectief nodig was. Bijgevolg kan de harmonisatiebeweging van het FSAP worden beschouwd als tijdig (misschien zelfs te laat) en objectief nodig.

157. EEN EERSTE KRITISCHE BEDENKING. Dergelijke analyse lijkt echter niet de hele vraagstelling te beantwoorden. Drie bedenkingen kunnen gemaakt worden. Ten eerste, zoals gezegd, kreeg de

1999, op 6.

⁶⁸⁸ Cf. E. TAFARA en R. PETERSON, "A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework", 48 *Harv. Int'l L.J.*, 2007, 31, 31 : "Today, mergers and talks of mergers among the world's stock exchanges make obvious what many finance professionals have long known: capital markets are global. Greater investor wealth and education have created the demand for such markets, and technology, in particular, has made globalized markets feasible. Investors now search beyond their own borders for investment opportunities and, unlike the past, many of these investors are not large companies, financial firms, or extremely wealthy individuals. A good number are "typical" retail investors--individuals with normal jobs and average incomes--who save for retirement and their children's education, and who may be well-educated, but nonetheless are not "sophisticated investors" in the legal sense. Investors (whether retail or professional) and large firms pursue international opportunities for the same reasons: higher investment returns and the reduction in risk offered by portfolio diversification. It is this seamless capital market, made possible by technology, that now, more than anything, presses on financial regulators around the world" (zie eveneens 33-37).

⁶⁸⁹ FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, "Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999, 6.

⁶⁹⁰ Idem.

⁶⁹¹ Idem.

Commissie in juni 1998 de politieke vraag van de EUROPESE RAAD VAN CARDIFF⁶⁹². Op 28 oktober 1998 had de Commissie haar ontwerp FSAP reeds klaar. Dat betekent dat, zelfs zonder rekening te houden met de “verminderde” capaciteit in de zomermaanden juli en augustus, de vrij uitvoerige ontwerpversie van het FSAP op ongeveer vier maanden werd uitgewerkt. Indien de zomermaanden niet worden meegeteld, deed de Commissie haar werk op ongeveer 2 maanden. Ondanks het onzekere politieke klimaat van 1999, werd in mei 1999 het FSAP bekendgemaakt, en enkele maanden later, in oktober 1999, waren de diverse expertengroepen reeds opgericht en lagen uitvoerige issues papers klaar. Eveneens in oktober 1999 had de FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP reeds verscheidene malen vergaderd. Nog een maand later, in november 1999 werd al het eerste PROGRESS REPORT gepubliceerd⁶⁹³. Het kan inderdaad waar zijn dat het FSAP nodig was, gezien de marktontwikkelingen van de jaren negentig. Maar de vraag die men zich kan stellen – en die o.i. door de bestaande literatuur inzake de FSAP nog niet werd belicht – is wat de hoge mate aan snelheid, activiteit en dynamisme verklaart. Een verklaring zou kunnen zijn dat de integratie van de financiële markten werd beschouwd als uitermate urgent en fundamenteel. Echter, zoals de LISSABON AGENDA van nog geen jaar later aantoonde (23 en 24 maart 2000)⁶⁹⁴, waren een hele reeks andere beleidsdomeinen eveneens aan urgente en fundamentele hervormingen toe (te denken valt bijvoorbeeld aan de stimulatie van onderzoek en ontwikkeling, werkgelegenheid, economische hervormingen en sociale samenhang)⁶⁹⁵. Niettemin is de haast die gemaakt werd in die beleidsdomeinen amper te vergelijken met de haast die gemaakt werd in het kader van het FSAP.

158. EEN TWEDE KRITISCHE BEDENKING. Ten tweede – en meer fundamenteel – kan men zich afvragen waarom enkel de financiële dienstensector werd geïsoleerd. De meeste factoren die hierboven zijn geciteerd, gelden immers ook voor andere diensten. Externe factoren zoals de technologische ontwikkelingen, globalisering of invoering van de eenheidsmunt hebben immers ook op andere diensten invloed. Niettemin was er geen diensten-actieplan, maar enkel een financiële diensten-actieplan. *A posteriori* kan men de vergelijking met het [voorstel van] Dienstenrichtlijn maken⁶⁹⁶. Zo stelt considerans nr. 2 van de Dienstenrichtlijn dat “[e]en concurrerende dienstenmarkt is van vitaal belang voor de bevordering van de economische groei en de werkgelegenheid in de Europese Unie. Thans verhindert een groot aantal belemmeringen op de interne markt vele dienstverrichtende bedrijven, met name kleine en middelgrote ondernemingen, hun activiteiten over de nationale grenzen uit te breiden en ten volle profijt te trekken van de interne markt. Dit verzwakt het wereldwijde concurrentievermogen van dienstverrichters uit de Europese Unie. [...]”⁶⁹⁷. Considerans nr. 4 stelt dat “[...] [d]e opheffing van deze belemmeringen, waarbij een hoog niveau van het Europese sociale model gewaarborgd moet blijven, is dus een fundamentele voorwaarde voor het overwinnen van de moeilijkheden die zich bij de uitvoering van de Lissabon-strategie voordoen en voor de heropleving van de Europese economie, vooral wat betreft de werkgelegenheid en de investeringen. [...]”⁶⁹⁸. De financiële dienstensector heeft uiteraard eigen – unieke – karakteristieken; niettemin is de ratio achter de Dienstenrichtlijn identiek aan de ratio achter het FSAP, met dit verschil dat het FSAP de Dienstenrichtlijn meer dan 7 jaar is

⁶⁹² Deze chronologie werd tevens geschetst in A. CORCORAN en T. HART, “The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market”, 8 *Colum. J. Eur. L.*, 2002, 221 op 280, voetnoot 233.

⁶⁹³ EUROPESE COMMISSIE, “First Progress Report”, 29 november 1999.

⁶⁹⁴ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 5.

⁶⁹⁵ *Idem*, nr. 24.

⁶⁹⁶ Richtlijn 2006/123/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 betreffende diensten op de interne markt, *Pb. L.*, 27 december 2006, afl. 376, 36. Zie tevens het Gemeenschappelijk Standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 17 juli 2006, 2004/0001 (COD), op basis van het Gewijzigd voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 4 april 2006, COM(2006)160def.

⁶⁹⁷ Considerans nr. 2 Dienstenrichtlijn.

⁶⁹⁸ Considerans nr. 4 Dienstenrichtlijn. Zie tevens considerans nr. 18 : “[...] Financiële diensten dienen van de werkingssfeer van deze richtlijn te worden uitgesloten, omdat daarvoor specifieke communautaire wetgeving is opgesteld, die evenals deze richtlijn tot doel heeft een echte interne markt voor diensten tot stand te brengen. [...]”.

voorgeweest. De vraag kan gesteld worden wat dit verschil in behandeling en prioritisering kan verklaren.

159. EEN DERDE KRITISCHE BEDENKING. Bovendien kon verwacht worden dat de lidstaten tegenwerking zouden bieden, zoals dat voortdurend daarvoor typisch gebeurde⁶⁹⁹. Politieke wetenschappers zoals GRAHL EN TEAGUE halen het “national carrier” probleem aan : zoals dat het geval was bij de nationale luchtvaartmaatschappijen, trachten de lidstaten (als het erop aankomt) elk hun eigen markten te beschermen⁷⁰⁰. De Zweedse Nationale Bank – de RIKSBANK – noemt dit het “national champions” probleem en haalt het aan als één van de belangrijkste obstakels voor een effectieve harmonisatie⁷⁰¹. In zijn analyse van de weerstanden tegen een hervorming van de regulering aangaande financiële markten identificeert AVGOULEAS drie soorten tegenwerkingen. Een eerste soort tegenwerkingen zijn conflicterende nationale agenda’s, die meestal gemotiveerd worden vanuit hun belang om de lokale financiële instellingen, de lokale effectenmarkten en marktpraktijken te beschermen⁷⁰². Een tweede factor is de onbereidwilligheid van de wereldwijd opererende financiële dienstensector om in een constructieve dialoog met de Europese regelgever te treden. Een derde factor is tenslotte de onbekwaamheid van de Europese regelgever om de karakteristieken en subtiliteiten van de financiële sector te begrijpen (met inbegrip van de globalisering en innovaties kenmerkend aan de financiële sector)⁷⁰³. Andere auteurs, zoals KARMEL, identificeren een spanningsveld tussen een “federale” wens om de kapitaalmarkten te integreren, en een “lokale” of “nationale” wens, en politieke overtuigingen, om de eigen belangen te doen voorgaan⁷⁰⁴. In dezelfde lijn merkte SAINZ DE VICUNIA, de *General Counsel* van de Europese Centrale Bank, in 2002 op dat “[n]ational legislators have suddenly discovered that their national financial markets have to compete with other national markets within the currency area, that they cannot rely on the natural and protective boundaries that national currencies provided until now, and that the mobility of money, and of the dematerialized and remote-accessible financial services, endanger the survival of their local market structures. Regulatory arbitrage is becoming fashionable, and financial legislators increasingly act in a manner designed to attract new business or to retain the existing activity [...]”⁷⁰⁵.

160. BESLUIT AANGAANDE DE EERSTE VERKLARING. Het kan moeilijk ontkend worden dat de Europese regelgeving, zoals ze op het ogenblik van de conceptie van het FSAP bestond, statisch en ten dele niet meer aangepast was. Het FSAP is in dat opzicht “noodzakelijk” te noemen, en wellicht is het gemeenschappelijk aanvoelen als gevolg daarvan, een belangrijke stimulus geweest voor het

⁶⁹⁹ Voor een treffende beschrijving daarvan zie N.R. VAN DE VIJVER, “Post-PD : Een pan-Europese kapitaalmarkt?”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 335.

⁷⁰⁰ J. GRAHL en P. TEAGUE, “Problems of Financial Integration in the EU”, *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021, op 1014 : “Although there are other technical difficulties in the financial integration process it is important to see that conflicts of interest also tended to retard the effective implementation of the FSAP. [...] It has even been asserted that the situation is analogous to that which once prevailed in civil aviation: each national authority seeks to maintain its own ‘national carrier’. Since the FSAP necessarily involves co-ordinating the activities and procedures of national financial regulators, and since these regulators are understandably concerned to promote the size and the profitability of the sectors they supervise, there is perhaps a brake on integration arising not just from the complexity of the process but from the resistance of countries threatened by important losses from increased financial competition”.

⁷⁰¹ RIKSBANK, “The Road Towards an Internal Market for Financial Services”, Financial Stability Report, 2/2005, op 74.

⁷⁰² Zie vb. L.C.B. GOWER, “Capital Market and Securities Regulation in the Light of the Recent British Experience”, in : R. BUXBAUM, G. HERTIG, A. HIRSCH en K. HOPT (eds.), *European Business Law – Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization*, Berlijn/New York, 1991 (413 p.), 307, 315.

⁷⁰³ E. AVGOULEAS, “A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead”, 18 *Transnat’l Law.*, 2005, 179, op 181.

⁷⁰⁴ R. KARMEL, “Appropriateness of Regulation at the Federal or State Level: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe”, 28 *Brooklyn J. Int’l L.*, 2003, 495, op 497.

⁷⁰⁵ A. SAINZ DE VICUNA, “A Tribute To Sir Joseph Gold: The European Monetary Union as a Catalyst for the Integration of Financial Markets in Europe”, 8 *Law & Bus. Rev. Am.*, 2002, 37, 47.

reguleringssucces van het FSAP. Echter, deze vaststelling biedt geen volledige verklaring voor het succes. Onze kritische bedenkingen betreffen (i) het tempo van de herregulering, (ii) de prioriteit van de herregulering, en (iii) het uitschakelen van de tegenwerkingen. De idee dat een “plots hervonden” gemeenschappelijk aanvoelen voldoende was om een impasse die decennia lang heeft aangehouden, lijkt o.i. geen antwoord te bieden op de vraag *hoe en waarom* de traditionele tegenwerkingen werden geneutraliseerd, *hoe en waarom* de herregulering van financiële diensten dergelijke prioriteit kreeg en *hoe en waarom* dit tempo zou kon worden opgedreven dat op enkele jaren tijd een traditionele impasse kon worden omgedraaid tot een reguleringsrevolutie.

3.3. TWEDE MOGELIJKE VERKLARING : LAMFALUSSY ALS UNIEKE DOORBRAAK

3.3.1. De context van het Lamfalussy rapport

161. LAMFALUSSY. Voorgaand besluit brengt ons bijna vanzelf bij één van de belangrijkste kenmerken van de harmonisatiebeweging van het FSAP : de zogenaamde *Lamfalussy* reguleringsmethode⁷⁰⁶. Het succes van de harmonisatiebeweging van het FSAP zou mee verklaard kunnen worden als het gevolg van het succes van de Lamfalussy benadering van Europese regelgeving⁷⁰⁷. In de periode tussen 2000 en 2004 is de Lamfalussy methode immers succesvol gebruikt voor vier richtlijnen (de Prospectusrichtlijn, de MiFID, de Marktmissbruikrichtlijn en de Transparantierichtlijn)⁷⁰⁸. Of geldt het omgekeerde, namelijk dat het succes van het FSAP er namelijk in zou kunnen bestaan dat precies de Lamfalussy methode is kunnen ontstaan, en voor een mentaliteitswijziging heeft gezorgd die makkelijker de noodzakelijke financieelrechtelijke hervormingen toestond⁷⁰⁹?

162. “LANDMARK IN THE HISTORY OF EC SECURITIES REGULATION”. Zoals uit de volgende randnummers blijkt, lijkt het antwoord – gekwalificeerd – in het midden te liggen. Hoewel de startpositie is dat de Lamfalussy methode niet geïntroduceerd is om een revolutie in de financiële markten te ontketenen⁷¹⁰, is het – in de woorden van MOLONEY – een “landmark in the history of EC

⁷⁰⁶ Zie E. FERRAN, “The Regulatory Process for Securities Law-Making in the EU”, in: J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 577 e.v.

⁷⁰⁷ Zie voor het verband tussen het FSAP en het Lamfalussy model o.m. A. MARSH, “Introduction to EU Legislation”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.), 1, 18 e.v.; G. FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”, *European Review of Contract Law*, 2004, 19; M. SIEMS, “The Case Against Harmonisation of Shareholder Rights”, *EBOR*, 2005, 539, 542; M. SIEMS, “The Foundations of Securities Law”, februari 2008 (working paper, <http://ssrn.com/abstract=1089747>), 25; N. MOLONEY, “Time to Take Stock on the Markets: The Financial Services Action Plan Concludes as the Company Action Plan Rolls Out”, 53 *International and Comparative Law Quarterly*, 2004, 999, 1007; N. MOLONEY, “Innovation and Risk in EC Financial Market Regulation: New Instruments of Financial Market Intervention and the Committee of European Securities Regulators”, *European Law Review*, 2007, 627, 627 e.v.; A. VAN CAUWENBERGE, “De Belgische regelgeving over de financiële markten : een evenwicht tussen ‘principles based regulation’ en ‘rule based regulation’?”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 893, 912.

⁷⁰⁸ EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, op 10.

⁷⁰⁹ Zie – letterlijk – EUROPESE COMMISSIE, “Working Document of DG Internal Market Services – Review of Financial Services Action Plan: Publication of Reports of Four Independent Expert Groups For Comments”, 7 mei 2004 : “The success of the FSAP is not limited to the timely delivery of legislative proposals. The FSAP has also witnessed a ‘culture’ change in EU financial rule-making. A new cooperative dynamic between the Commission, Council and European Parliament has paved the way for consensus on sound regulatory solutions within reasonable time-frames”. Zie tevens W.J. OOSTWOUDER en A. VAN DER KRANS, “Financial Services Action Plan : Is Europa klaar voor Olympisch goud?”, *O&F*, 2004, nr. 61, 22, op 39 : “De kans blijft groot dat lidstaten zich (blijven) verzetten tegen EU-regelgeving die op het eerste gezicht strijdig is met het nationale belang. [...] De aanvaarding door het [Europees Parlement] van het rapport en de wetgevingsprocedure van het Comité-Lamfalussy biedt de nodige hoop voor een mentaliteitsomslag”.

⁷¹⁰ EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, op 10-11 : “On the contrary, it was

securities regulation”⁷¹¹ en in die zin een accelerator voor de hervorming die met het FSAP was aangekondigd⁷¹². Volgens deze auteur maakt de Lamfalussy methode het mogelijk om niet alleen het reguleringsproces te versnellen en te flexibiliseren (in functie van nieuwe marktontwikkelingen, maar ook – via de mogelijkheid om gedetailleerde technische maatregelen uit te vaardigen – om het Europese effectenrecht te transformeren van een middel tot marktintegratie naar een marktregulering die aggressief ingrijpt in de verschillende onderliggende juridische regimes⁷¹³. In hierna volgende randnummers gaan we dieper in op (i) de historische context, (ii) het rapport zelf, en geven we tenslotte (iii) een juridische analyse van het viertrapsmodel.

163. DE HISTORISCHE CONTEXT. Op 17 juli 2000 mandateerde de ECOFIN raad een “Comité van Wijzen” (Committee of Wise Men) om, als follow-up van het FSAP, de Commissie te assisteren in het opzetten van een efficiënt systeem van regulering en coöperatie tussen de toezichhoudende overheden⁷¹⁴. In het bijzonder moest het Comité meer efficiënte⁷¹⁵ benaderingswijzen voorstellen aangaande omzetting en uitwerking van regulering op het vlak van de notering van ondernemingen, het openbaar aanbod van effecten en de rapporteringsverplichtingen van uitgevende instellingen, gedragsregels inzake grensoverschrijdende financiële operaties, de dagelijkse operatie van de gereglementeerde markten, de bescherming van consumenten en investeerders, en de integriteit van de markt⁷¹⁶. Bovendien werd het Comité verzocht om een stappenplan op te stellen (“a priority-related critical path”) teneinde de doelstellingen van het FSAP te bereiken⁷¹⁷. Prudentieel toezicht werd

launched in response to the call for an integrated approach to supervision and regulation based on an evolutionary method. By being involved in the legislative process at the various stages, Member States should feel more comfortable with and aware of the ongoing adoption of European rules. Moreover, the strengthened co-operation and creation of common ground among regulators should facilitate the consistent transposition of directives into national legislation”.

⁷¹¹ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 29. GEENS stelt over het Lamfalussy rapport : “De prioriteiten van de ‘Wise Men’ rond Lamfalussy waren van een zeldzame helderheid, en worden met een grote systematiek gerealiseerd [...]. Meer nog dan op het stuk van zijn doelstellingen, is het Rapport Lamfalussy vernieuwend door zijn methode, met name door de algehele hervorming van het ‘regulatory process’ waarin het voorziet” (K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *T.R.V.*, 2006, 75-89, nr. 8). Zie tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 37.

⁷¹² N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520, 510 : “The FSAP’s fate is closely entwined [...] with that of the seminal Lamfalussy Report”.

⁷¹³ Zie tevens N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), op 30-31 : “It may yet prove to be a staging post towards greater centralization of market regulation”.

⁷¹⁴ ECOFIN COUNCIL, Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men, Outcome of Proceedings, 10491/00, 17 juli 2000, op 2 : “The Committee will [...] focus its discussion on the practical arrangements for implementation of the Community rules concerning the areas identified by the Action Plan and will propose various approaches to adjusting the practice of regulation and cooperation between regulators in response to current developments”. Zie tevens COMMITTEE OF WISE MEN, “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 november 2000 (44 p.), 1; N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), op 29.

⁷¹⁵ Door de AFM wordt LAMFALUSSY geciteerd die het toenmalige regelgevingsproces typeerde als ‘een merkwaardige cocktail van Kafkaïaanse inefficiency’ (AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.), 5).

⁷¹⁶ ECOFIN COUNCIL, Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men, Outcome of Proceedings, 10491/00, 17 juli 2000, op 2 : “Without prejudice to the work being done in the framework of the Financial Services Action Plan and taking into account the measures being undertaken by securities market regulators within FESCO, the Committee will consider how to achieve a more effective approach towards transposition and implementation, in particular in the following areas of regulation : the listing of enterprises, the public offer of securities and requirements relating to reporting by issuers, the conduct of cross-border financial operations, the day-to-day operation of the regulated markets, the protection of consumers and investors in the provision of investment services, and the integrity of the market”.

⁷¹⁷ *Idem*, 3.

daarentegen uitdrukkelijk uitgesloten uit het mandaat⁷¹⁸. Een eerste, initieel rapport diende aan de ECOFIN raad te worden voorgelegd in november 2000, en in de eerste zes maanden van 2001⁷¹⁹ diende het uiteindelijke rapport te zijn voorgelegd⁷²⁰. Na een consultatieronde⁷²¹, werd op 9 november 2000 door het Comité van Wijzen het initieel rapport gepubliceerd⁷²². Het werd een rapport dat duidelijk stelling durfde in te nemen⁷²³, met een scherpe evaluatie van de situatie anno 2000, de uitdagingen, en dit vanuit een markt- en een reguleringsperspectief⁷²⁴. In het begeleidende persbericht werd door LAMFALUSSY gesteld dat de keuze ging tussen ofwel succes, ofwel mislukking⁷²⁵. De ECOFIN raad van 27 november 2000 bevestigde dat het de diagnose van het initieel rapport deelde, namelijk dat : “[f]inancial markets are changing at a very fast pace, requiring regulators to keep up with market developments, a view strongly supported by market participants. In this context, the present regulatory system is too slow and complex, and is producing unnecessary levels of ambiguity and uneven implementation. Therefore urgent action is needed to make the current European regulatory system become more efficient, so that the goal of an integrated European financial market be delivered in the near future”⁷²⁶. Vanuit het Europees Parlement kwamen gemengde signalen⁷²⁷. Op 15 februari 2001 werd, op basis van onder meer verdere invoer vanwege marktparticipanten⁷²⁸, het definitieve rapport gepubliceerd⁷²⁹.

⁷¹⁸ Idem.

⁷¹⁹ Later vervroegd naar midden februari. Zie COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 43.

⁷²⁰ ECOFIN COUNCIL, Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men, Outcome of Proceedings, 10491/00, 17 juli 2000, 3.

⁷²¹ Deze consultatie vond plaats van 21 augustus 2000 tot 27 september 2000 en leidde tot 69 antwoorden op de on-line vragenlijst. Bovendien werden 25 hoorzittingen met leidinggevende marktexperten gehouden. Zie Persbericht, “Committee of Wise Men opens public online consultation”, 21 augustus 2000; Persbericht, “Summary of remarks made by Alexandre Lamfalussy to the Press concerning the Committee’s initial report published on 9 November 2000”, 9 november 2000 (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen), 4; Committee of Wise Men, Questionnaire, 21 augustus 2000.

⁷²² COMMITTEE OF WISE MEN, “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 november 2000 (44 p.).

⁷²³ Idem, 3 : “There is a need for action now. Delay means delaying the benefits, or perhaps risking no benefits at all. Delay means the continuation of European financial market fragmentation, unnecessary costs and a sub-optimal European economic performance”.

⁷²⁴ Idem, 3.

⁷²⁵ Persbericht, “Summary of remarks made by Alexandre Lamfalussy to the Press concerning the Committee’s initial report published on 9 November 2000”, 9 november 2000, 1 : “We can no longer afford the luxury of regulatory inefficiency in the instantaneous Internet age [...] We there have a clear choice – either to dawdle aimlessly along in our slowcoach, in the slow lane – with the international financial business going elsewhere and the world passing us by, or to change and capture the benefits”.

⁷²⁶ ECOFIN raad van 27 november 2000, punt 2, overgenomen in COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 43. Vgl. tevens Conclusies van het Voorzitterschap, Europese Raad te Nice, 7-10 december 2000, punt 30 : “The European Council broadly agrees with the initial findings in the interim report by the Committee chaired by Mr Lamfalussy on the regulation of European securities markets and the third Commission report on the action plan for financial services. It invites the Council and the Commission to report back to it on this subject at Stockholm in March 2001 on the basis of the Committee’s final report”.

⁷²⁷ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 21 : “Members of the European Parliament have raised concerns that the 4 level approach would represent a dilution of its right of co-decision under the Treaties. They have also suggested more use of Regulations rather than Directives, the use of fast track procedures and far more transparency”.

⁷²⁸ Persbericht, “The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy’s, opening comments to the Press”, 15 februari 2000, 4 : “We did our own “examen de conscience” and, more importantly, listened carefully to questions, queries, concerns communicated to us [...] : over 40 submissions by practitioners etc [...] plus additional hearings and comments on legal/institutional aspects, with the European Parliament, governments and regulators”.

⁷²⁹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.). Zie in deze context o.m. E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, december 2004 (www.law.rug.ac.be/fli/WP/WP2004-pdf/WP2004-10.pdf). B. VACCARI, “Le processus

3.3.2. Analyse van het viertrapsmodel van het Lamfalussy rapport

164. INDELING VAN HET RAPPORT : ANALYSE GEVOLGD DOOR METHODIEK. Het rapport kan worden opgesplitst in twee delen⁷³⁰. Ten eerste bestaat het rapport uit een analyse, vanuit een markt- en reguleringsperspectief, van de problemen die de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten hinderen. Centraal staat de gedachte dat, hoewel er een trend is naar meer ontwikkeling, de Europese kapitaalmarkten achteruitlopen op de kapitaalmarkten van de Verenigde Staten en dat de Europese economie op deze wijze opportuniteiten mist⁷³¹. Het rapport identificeert een aantal gerelateerde hindernissen, zoals de afwezigheid van een Europese regulering van een reeks domeinen (vb. prospectussen, grensoverschrijdende zekerheden, marktmisbruik, enz.), een inefficiënt reguleringssysteem⁷³², een inconsistente omzetting (gedeeltelijk door het gebrek aan een aanvaarde interpretatie van de bestaande regels), een groot aantal van vereffenings- en verrekeningssystemen die de liquiditeit fragmenteren en kostenverhogend werken, de inadequate ontwikkeling van pensioensystemen in de meeste lidstaten⁷³³. Deze hindernissen worden bijkomend verhevigd door verschillen in de juridische systemen (vb. faillissementsprocedures, gerechtelijk recht), fiscale verschillen (vb. zegelrechten, verschillende fiscale regimes voor aandelen, overheidsschuldeffecten, enz.), politieke hindernissen (vb. creatieve technieken om nationale markten te beschermen), externe handelsbelemmeringen (vb. EU trading screens zijn niet toegelaten in de Verenigde Staten), en culturele verschillen. Wat de culturele verschillen betreft, wordt in het rapport een onderscheid gemaakt tussen de culturele verschillen die kunnen worden geharmoniseerd via regelgeving (vb. culturele verschillen inzake corporate governance, inzake de rol van mededingingsrecht, inzake standaarden van informatieverstrekking) en culturele verschillen die “hopelijk” zullen convergeren wanneer de markten integreren (vb. verschillen inzake ondernemingsculturen, als gevolg waarvan snelgroeiende ondernemingen soms geen beroep doen op de aandelenmarkten)⁷³⁴. Daar bovenop komt de fragmentatie op het niveau van de toezichhoudende overheden⁷³⁵. Het rapport contrasteert deze Europese gebreken met de snelheid waarmee de financiële markten veranderen (niet alleen Europees maar ook globaal), in de hand gewerkt door de invoering van de euro, globalisatie, technologische innovaties en deregulering. Ondanks de scherpste van de analyse, waren deze vaststellingen niet bepaald revolutionair. In grote mate kwamen ze overeen met de analyse die ten grondslag lag aan het FSAP. Het Lamfalussy rapport ging in de analyse echter nog één fundamentele stap verder, door te stellen dat het essentiële probleem voor de

Lamfalussy : une réussite pour la comitologie et un exemple de ‘bonne gouvernance européenne’”, *Revue du Droit de l’Union européenne*, 4-2005, 803-821; N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 28-32.

⁷³⁰ Persbericht, “The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy’s, opening comments to the Press”, 15 februari 2000, 1.

⁷³¹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 10 : “On the positive side, turnover on European stock exchanges reached a record level in 2000: further evidence of an emerging European equity culture. However, the capitalization of European stock exchanges remains significantly behind those of the US equivalents. As a rough rule of thumb, taken together, European securities markets are still only about half of the size of those in the US”.

⁷³² Vgl. de soortgelijke analyse van het WINTER RAPPORT (HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 4 november 2002 (165 p.), op 32-33 (“The Lamfalussy process is to be seen as an example”). Zie E. WYMEERSCH, “Winter’s nieuwe lente. Beschouwingen bij het Rapport van de ‘High Level Group of Company Law Experts’”, in X., *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Brussel, Bruylant, 2004 (1198 p.), 1177-1193, op 1178-1179; K. GEENS, “Het Europees vennootschapsrecht bijna vijftig jaar later”, X., *Recht in beweging*, Antwerpen, Maklu, 2006 (388 p.), 321-330, op 328-329 en K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *T.R.V.*, 2006, 75-89, nr. 8 : “Het Rapport Winter is bepaald ‘onder de indruk’ van het Rapport Lamfalussy dat in het financieel recht een ongelooflijke harmonisatiegolf op gang heeft gebracht”.

⁷³³ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 10.

⁷³⁴ *Idem*, 11.

⁷³⁵ *Idem*, 15 : “Today, there are about 40 public bodies in the European Union dealing with securities markets regulation and supervision. Competences are mixed. Responsibilities are different. The result at European level is fragmentation and often confusion”.

integratie van de Europese kapitaalmarkten erin bestond dat het reguleringssysteem niet werkt⁷³⁶ : “[w]hilst part of the problem concerns the incomplete regulatory coverage at European level, the greater part of the responsibility lies in the way in which European Union legislation has been decided (or left undecided) and “implemented” (or not “implemented”). The problem is the system itself”⁷³⁷. De redenen daartoe zijn, volgens het rapport : (i) de tijd om, via art. 251 EG, tot een akkoord te komen (gemiddeld 2 jaar, maar aanzienlijk langer in het domein van de financiële diensten)⁷³⁸, (ii) de afwezigheid van een formele en transparante procedure van consultatie⁷³⁹, (iii) de druk die van lidstaten uitgaat ten voordele van richtlijnen, in plaats van verordeningen, hetgeen te vaak tot verschillen in omzettingen en interpretaties aanleiding geeft⁷⁴⁰, (iv) institutionele problemen⁷⁴¹. De conclusie van het rapport is dat het reguleringssysteem fundamentele tekorten vertoont : “[t]he current regulatory system is [...] too slow; [...] too rigid and cannot react speedily enough to changing market; [...] produces too much ambiguity; [...] fails to distinguish between core, enduring, essential framework principles and practical, day to day, implementing rules”⁷⁴². Politieke ondersteuning met betrekking tot deze verregaande conclusies werd reeds één maand later bereikt op de Europese Raad van Stockholm⁷⁴³.

165. INDELING VAN HET RAPPORT : ANALYSE GEVOLGD DOOR METHODIEK (II). Ten tweede beveelt het rapport, op grond van de analyse van de deficiënties inzake de regulering, een nieuwe reguleringsmethode aan⁷⁴⁴. Deze methode is geëikt op een aantal doelstellingen. Ten eerste moet de regulering *efficient* zijn (namelijk de doelstellingen van de maatregel moeten bereikt worden aan de laagste reguleringskost)⁷⁴⁵. De reguleringsmethode moet ten tweede gericht zijn om een *gelijk speelveld* te creëren (level playing field) door de mogelijkheid tot creatie van reguleringshindernissen om meer mededinging weg te nemen⁷⁴⁶. Ten derde moet de reguleringsmethode *flexibel zijn en een snelle*

⁷³⁶ Idem, 13 : “The major problem: the current regulatory system is not working”.

⁷³⁷ Idem, 13. Zie tevens N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 30.

⁷³⁸ Idem, 14 : “e.g. the Takeovers Directive proposal (12 years so far and not yet adopted); the European Company Statute (more than 30 years); Basel I (over 4 years)”.

⁷³⁹ Idem, 14 : “The Commission, in the preparation of its proposals, has improved its efforts to consult the regulators and markets on forthcoming proposals, but to date there is no agreed procedure, nor obligation, nor deadlines imposed for the consultation mechanism”.

⁷⁴⁰ Zie tevens de conclusie van Advocaat Generaal SHARPSTON in HvJ, Zaak C-430/05, *Níonik Anonymi Etaireia Emporias I/Y, Logismikou kai Parochis Ypiresion Michanografisis, Ioannis Michail Pikoulas t. Epitropi Kefalaiagoras, Jur. 2007, I-5835*, r.o. 34 : “Dit is ook erkend in het Eerste verslag van het Comité van wijzen voor de regulering van de Europese effectenmarkten (het rapport Lamfalussy), dat in de eerste alinea van hoofdstuk III (‘De voornaamste tekortkomingen van de huidige Europese regelgeving’) stelde dat de ‘huidige gemeenschapswetgeving inzake de effectenmarkten [...] berust op een minimum aan harmonisatie [...]’.”

⁷⁴¹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 14. Met name : de Commissie die zelf te langzaam tewerk gaat en soms overwerkt (over-stretched) is; de Raad die te vaak de neiging heeft onnodige complexiteit toe te voegen aan Gemeenschapsinstrumenten; het Europees Parlement, waar soms een vertraging kan gebeuren, en de lidstaten waar de omzetting vaak te laat gebeurt en soms onvolledig.

⁷⁴² Idem, 14-15. Zie tevens Persbericht, “Summary of remarks made by Alexandre Lamfalussy to the Press concerning the Committee’s initial report published on 9 November 2000”, 9 november 2000, 4 : “The current system of European regulation is simply unable to respond to this major challenge. It is: Too slow; Too rigid; Contains too much ambiguity and inconsistent implementation. [...] We have come unanimously to these preliminary views after an intense consultation process involving 25 hearings with leading market experts, analyzing some 69 responses on our on-line questionnaire and having heard the views of the Member States and the European Parliament’s Economic and Monetary Affairs Committee”. Zie tevens N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520, 510-511.

⁷⁴³ Zie Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Stockholm, 23 en 24 maart 2001. N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 31; N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520, 512.

⁷⁴⁴ N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520, 511.

⁷⁴⁵ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 20.

⁷⁴⁶ Idem, 20.

omzetting in de hand werken, zodat zij makkelijk kunnen worden aangepast aan de snelheid waarmee technische veranderingen en product-innovatie in de financiële markten plaatsvinden⁷⁴⁷. In zekere zin zal er telkens een balans moeten gemaakt worden tussen de noodzaak en wenselijkheid om meer detail in te voeren in voorgaande doelstellingen. Het Lamfalussy rapport stelt dat deze balans beter gemaakt kan worden via een *summa divisio* tussen enerzijds basisbeleidskeuzen die kunnen worden vertaald naar algemene maar toch voldoende precieze kaderbeginselen (framework principles)⁷⁴⁸ (niveau 1), en anderzijds meer gedetailleerde technische uitvoeringsmaatregelen, in overeenstemming met de kaderbeginselen (niveau 2)⁷⁴⁹. Daaraan worden nog twee niveaus toegevoegd, namelijk samenwerking en toezicht op de naleving op niveaus 3 en 4. Kortom, het Lamfalussy splitst het reguleringsproces op in 4 niveaus, het zogenaamde viertrapsmodel⁷⁵⁰.

166. HET VIERTRAPSMODEL VAN HET LAMFALUSSY RAPPORT. In de volgende randnummers gaan we dieper in op de verscheidene elementen van het Lamfalussy viertrapsmodel⁷⁵¹. Dit reguleringsmodel is gekenmerkt door volledige en georganiseerde transparantie (op alle niveaus), en dit via openheid, consultaties en transparante procedures⁷⁵².

3.3.3. Juridische analyse van Lamfalussy niveau 1

167. LAMFALUSSY NIVEAU 1. Op niveau 1 neemt de Europese Commissie een voorstel voor een richtlijn of verordening die – theoretisch – beperkt moet zijn tot kaderbeginselen en de vastlegging van specifieke implementatiedelegaties naar niveau 2. Eveneens theoretisch kan een duidelijk onderscheid gemaakt worden tussen niveau 1 en niveau 2 bepalingen. De niveau 1 kaderbeginselen zijn gedefinieerd als: “the core political principles, the essential elements of each proposal. They reflect the key political choices to be taken by the European Parliament and the Council of Ministers on the basis of a proposal by the European Commission. They determine the political direction and orientation, the fundamentals of each decision”⁷⁵³. In het Lamfalussy Rapport wordt wat dat betreft het voorbeeld gegeven van de

⁷⁴⁷ Idem, 20. Vgl. EUROPESE COMMISSIE, “Commission Staff Working Document – The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation”, (SEC(2004)1459), punt 47 : “The open and transparent way in which work on delivering the Lamfalussy measures has been pursued has resulted in an improvement in the quality of legislation and an acceleration of the legislative process”. Vgl. LONDON STOCK EXCHANGE, “The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation”, 31 januari 2005 (3 p.), 1: “It has helped to make Community legislation on securities markets more flexible and the quality of legislation has been improved by the involvement of regulators and external stakeholders”. Zie tevens EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, 11.

⁷⁴⁸ Of “kaderregels” (zie AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.), 5)

⁷⁴⁹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 19. Dergelijke opsplitsing moet transparant moet zijn en de rol van de instituties – en in het algemeen de structuur van het EG Verdrag – eerbiedigen (op 20). Zie tevens N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 30 en N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520, 511.

⁷⁵⁰ AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.), 5.

⁷⁵¹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 6.

⁷⁵² Persbericht, “The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy’s, opening comments to the Press”, 15 februari 2000, 4 : “Full and organized transparency of the whole process from top to bottom. This is vital. Openness, consultation and transparency will strengthen European financial policy making – by avoiding suspicion – building a stronger consensus – and involving more participants. It is also essential for democracy. We must breakdown, once and for all, the secrecy shibboleths of the past. That is why we set out in considerable detail the sort of necessary procedures we feel are needed both for the Commission and the Regulators [...]”. Zie tevens N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 844 : “[...] it is imperative that the process of developing and amending legislation is sufficiently responsive, flexible and close to the market-place”.

⁷⁵³ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 22-23.

Prospectusrichtlijn : niveau 1 kaderbeginselen zouden alle relevante bepalingen omtrent het Europees paspoort moeten omvatten⁷⁵⁴. Dit zijn de bepalingen inzake shelf registration, de definitie van de “openbare aanbieding”, de rol en de bevoegdheden van de toezichhoudende overheden, het taalregime enz⁷⁵⁵. Echter, alle technische details en definities van de gedetailleerde inhoud van het prospectus (zoals de informatieverplichtingen die in een prospectus voor een bepaald type van effecten moeten worden opgenomen) zouden worden gedelegeerd op niveau 2⁷⁵⁶. In het Gewijzigd voorstel wordt aangegeven welke de niet-essentiële uitvoeringsmaatregelen zijn, namelijk de maatregelen die “de aanpassing en verduidelijking van de definities en vrijstellingen om een eenvormige toepassing van de richtlijn en de samenhang ervan met de ontwikkelingen op de financiële markten te waarborgen” omvatten, alsook “de aanpassing van de standaarden voor de informatievoorziening en de voorgeschreven termijnen” en “de verduidelijking van de voorschriften inzake de publicatie van het prospectus en de technische details betreffende het adverteren en het op de markt brengen van effecten”⁷⁵⁷.

168. CONSTITUTIONELE BASIS. De vraag moet gesteld worden of er juridische criteria bestaan – en dus niet enkel criteria van beleidsstrategische of politieke aard – om niveau 1 van niveau 2 maatregelen te onderscheiden. Volgens het Lamfalussy rapport zijn deze er inderdaad⁷⁵⁸. Ten eerste stelt de rechtspraak van het Hof van Justitie dat er een “onderscheid wordt gemaakt tussen maatregelen welke rechtstreeks op het verdrag zelf berusten en afgeleid recht waardoor de uitvoering dier maatregelen moet worden verzekerd”⁷⁵⁹. Ten tweede bevestigt art. 202 EG dat de Raad, in de besluiten die hij neemt “de Commissie de bevoegdheden [verleent] ter uitvoering van de regels die hij stelt”⁷⁶⁰. Onder verwijzing naar deze bepaling werd ten derde het *comitologie besluit* van juni 1999⁷⁶¹ (zoals gewijzigd in 2006)⁷⁶² uitgevaardigd, dat eveneens een onderscheid maakt tussen “basisbesluiten” en “maatregelen die ten doel hebben sommige niet-essentiële onderdelen van een basisbesluit aan te passen of bij te

⁷⁵⁴ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 23.

⁷⁵⁵ Idem, 23.

⁷⁵⁶ Idem, 23.

⁷⁵⁷ Gewijzigd voorstel, 8 : “Deze terreinen zijn zodanig gekozen dat direct kan worden ingespeeld op de snel veranderende dagelijkse realiteit en dat zowel de goede werking van de interne markt (op basis van het beginsel dat het toezicht wordt uitgeoefend door de lidstaat van herkomst) als de bescherming van de kleine beleggers afdoende wordt gewaarborgd”.

⁷⁵⁸ Idem, 23-24.

⁷⁵⁹ Zo o.m. HvJ, Zaak 25/70, *Köster*, *Jur.* 1970, 1161, r.o. 6.

⁷⁶⁰ Art. 202, derde lid, EG. Zie tevens art. 211 EG dat bepaalt dat “Teneinde de werking en de ontwikkeling van de gemeenschappelijke markt te verzekeren [...] oefent de Commissie de bevoegdheden uit welke de Raad haar verleent ter uitvoering van de regels die hij stelt”.

⁷⁶¹ W. VAN GERVEN, “Executief federalisme”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 923, op 927 : “[De] ingewikkelde implementatiebevoegdheid leidt overigens tot machtsspelletjes, ‘comitologie’ genaamd. Aanleiding daartoe is het verlangen van de Raad en de lidstaten om – door het stellen van voorwaarden inzake de uitoefening door de Commissie van gedelegeerde bevoegdheden – deze laatste zoveel mogelijk te controleren, en in haar besluitvorming te beperken. De zaak wordt nog complexer omdat ook het Europees Parlement meer inspraak wil hebben in de delegatie van uitvoeringsbevoegdheden aan de Commissie. Resultaat is besluitvorming met behulp van comité’s van ambtenaren en deskundigen die het vertrouwen hebben van een of andere instelling of lidstaat. Sommigen zien daarin een vorm van participatieve democratie, anderen beschouwen het verschijnsel als een vorm van corporatisme en bevoegdheidsmisbruik”. Cf. tevens K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Europees recht*, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 1999, 562 e.v.

⁷⁶² Zie Besluit 1999/468/EG van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden (*Pb. L.*, 17 juli 1999, afl. 184, 23), zoals gewijzigd bij Besluit 2006/512/EG van de Raad van 17 juli 2006 (*Pb. L.*, 22 juli 2006, afl. 200, 11). Zie, met betrekking tot comitologie, onder meer K. LENAERTS en A. VERHOEVEN, “Towards a Legal Framework for Executive Rule-Making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision”, 37 *Common Market Law Review*, 2000, 645; P. CRAIG en C. DE BURCA, *EU Law – Text, Cases and Materials*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (4e ed.) (1148 p.), 118-223; A. MASSON, *Droit communautaire – Droit institutionnel et droit matériel – Théorie, exercices et éléments de méthodologie*, Brussel, Larcier, 2008 (538 p.), 101-104; H. VON DER GROEBEN en J. SCHWARZE, *Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft – Kommentar*, Baden-Baden, Nomos, 2004, Deel 4 (1951 p.), 818.

werken”⁷⁶³. Zo wordt in het comitologie besluit gesteld dat “gebruik moet worden gemaakt voor maatregelen met algemene strekking die ten doel hebben essentiële onderdelen van een basisbesluit toe te passen [...] alsmede voor maatregelen die ten doel hebben sommige niet-essentiële onderdelen van een basisbesluit aan te passen of bij te werken”⁷⁶⁴. Considerans nr. 7bis, ingevoegd in 2006, voegt daar evenwel aan toe dat het noodzakelijk is “gebruik te maken van de regelgevingsprocedure met toetsing voor maatregelen van algemene strekking tot wijziging van niet-essentiële onderdelen van een volgens de procedure van artikel 251 van het van het Verdrag aangenomen besluit, ook wanneer de wijziging behelst dat sommige van deze niet-essentiële onderdelen worden geschrapt of dat het besluit wordt aangevuld met nieuwe niet-essentiële onderdelen. [...] De essentiële onderdelen van een wetgevingsbesluit kunnen alleen door de wetgever worden gewijzigd, op basis van het Verdrag”⁷⁶⁵. Met betrekking tot financiële diensten, moet in dit opzicht tevens worden verwezen naar het akkoord van 10 juni 2008 tussen het Europees Parlement en de Commissie betreffende de wijze van toepassing van Besluit 1999/468/EG waarin bijkomende voorwaarden inzake comitologie worden vastgelegd⁷⁶⁶.

169. CONSTITUTIONELE BASIS IN DE (ONTWERP)-GRONDWET EN HET VERDRAG VAN LISSABON. Het onderscheid tussen “basisbesluiten” en hun “uitvoeringshandelingen” werd herbenoemd en geformaliseerd in het verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa⁷⁶⁷. Art. I-36, eerste lid, van de (ontwerp-)Grondwet bepaalt dat “[i]n de Europese wetten en kaderwetten kan aan de Commissie de bevoegdheid worden overgedragen gedelegeerde Europese verordeningen vast te stellen ter aanvulling of wijziging van bepaalde niet-wezenlijke onderdelen van de wet of kaderwet”⁷⁶⁸. De Europese wetten en kaderwetten moeten echter uitdrukkelijk de doelstellingen, de inhoud, de strekking en de duur van de bevoegdheidsdelegatie afbakenen en wezenlijke onderdelen kunnen niet het voorwerp zijn van bevoegdheidsdelegatie⁷⁶⁹. Het Verdrag van Lissabon – dat enerzijds teruggrijpt naar de bestaande terminologie van “richtlijnen” en “verordeningen”, maar anderzijds van de co-beslissing

⁷⁶³ Vgl. tevens E. WYMEERSCH, Bedenkingen bij enkele recente ontwikkelingen in het financiële toezicht in Europa, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, december 2004 (14 p.), 2 : “Dit [Lamfalussy] stelsel van gedelegeerde wetgeving is geen innovatie : het is een toepassing van de ‘comitologie’ zoals reeds sinds geruime tijd beoefend in andere gebieden”.

⁷⁶⁴ Zie considerans nr. 7 en art. 2, eerste lid, Besluit 1999/468/EG.

⁷⁶⁵ Zie tevens art. 2, tweede lid, Besluit 1999/468/EG.

⁷⁶⁶ Akkoord tussen het Europees Parlement en de Commissie betreffende de wijze van toepassing van Besluit 1999/468/EG van de Raad tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden, gewijzigd bij Besluit 2006/512/EG (*Pb. C.*, 10 juni 2008, afl. 143, 1-4). Zo bevestigt de Europese Commissie zich ertoe te verbinden om het Europees Parlement na elke vergadering van het comité desgevraagd verslag uit te brengen over alle besprekingen over de aan het comité voorgelegde ontwerpen van uitvoeringsmaatregelen alsook eventuele vragen over de besprekingen betreffende aan een comité voorgelegde uitvoeringsbepalingen mondeling of schriftelijk te beantwoorden. Verder wordt in dit akkoord bepaald dat de Commissie ervoor zal zorgen “dat de toezeggingen die zijn gedaan tijdens de plenaire vergadering van het Parlement op 5 februari 2002 en een tweede maal tijdens de plenaire vergadering van 31 maart 2004, alsmede de toezeggingen in de punten 1 tot en met 7 van de brief van 2 oktober 2001 van Commissielid Bolkestein aan de voorzitter van de Commissie economische en monetaire zaken van het Europees Parlement, worden nagekomen met betrekking tot de gehele sector financiële dienstverlening (met inbegrip van effecten, het bank- en verzekeringswezen, bedrijfspensioenen en boekhouding)” (zie tevens de randnummers hierna).

⁷⁶⁷ Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa, *Pb. C.*, 16 december 2004, afl. 310.

⁷⁶⁸ Art. I-33, eerste lid (ontwerp-)Grondwet maakt een onderscheid tussen “Europese wetten” (nl. een wetgevingshandeling van algemene strekking die verbindend is in al haar onderdelen en rechtstreeks toepasselijk is in iedere lidstaat) en “Europese kaderwetten” (nl. een wetgevingshandeling die iedere lidstaat waartoe zij is gericht, bindt ten aanzien van het te bereiken resultaat, maar die de bevoegdheid omtrent de keuze van vorm en middelen aan de nationale instanties overlaat).

⁷⁶⁹ Art. I-36, eerste lid, *in fine* (ontwerp-)Grondwet. Lid 2 van art. I-36 (ontwerp-)Grondwet bepaalt verder dat in de Europese wetten en kaderwetten de voorwaarden waaraan de delegatie is onderworpen, uitdrukkelijk moeten worden vastgesteld. Dit kunnen de volgende voorwaarden zijn: (i) het Europees Parlement of de Raad kan besluiten de delegatie in te trekken; (ii) de gedelegeerde Europese verordening kan pas in werking treden indien het Europees Parlement of de Raad binnen de in de Europese wet of kaderwet gestelde termijn geen bezwaar heeft aangetekend. De besluiten onder (i) en (ii) moeten door het Europees Parlement bij meerderheid van zijn leden en door de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen worden genomen.

procedure van art. 251 EG de “gewone wetgevingsprocedure” maakt⁷⁷⁰ – bepaalt in art. 249 B, eerste lid, dat “[i]n een wetgevingshandeling [...] aan de Commissie de bevoegdheid [kan] worden overgedragen *niet-wetgevingshandelingen van algemene strekking vast te stellen ter aanvulling of wijziging van bepaalde niet-wezenlijke onderdelen van de wetgevingshandeling*”⁷⁷¹. Net als in de (ontwerp-)Grondwet wordt in het Verdrag van Lissabon bepaald dat in de wetgevingshandelingen uitdrukkelijk de doelstellingen, de inhoud, de strekking en de duur van de bevoegdheidsdelegatie moeten worden afgebakend, en dat wezenlijke onderdelen niet het voorwerp mogen zijn van bevoegdheidsdelegatie⁷⁷². Het LORDS EU COMMITTEE stelde daaromtrent dat : “[t]here is a need to distinguish between core policy decisions and technical issues. In practice the legislator (the Council and the Parliament or, exceptionally, the Council acting alone) will decide in the particular case whether there should be any delegation [...]. What is ‘essential’ (or ‘fundamental’ or ‘important’) is a subjective and imprecise concept. Similarly there will be differing views on what is “technical” in relation to any subject area. [...] [T]he legislator is given a discretion, but is not under any obligation, to delegate. This is entirely sensible, both politically and in practical terms, but it shows the nonsense of the ‘legislative’/‘non-legislative’ split. If a technical/detailed rule is formulated by the Council and the Parliament and contained in the basic act it is part of a ‘legislative act’, but if it is devised by the Commission and included in a delegated act it will be characterised ‘non-legislative’”⁷⁷³.

170. VERDERE KENMERKEN VAN LAMFALUSSY NIVEAU 1. Daarenboven kunnen twee verdere kenmerken aangaande niveau 1 onderscheiden worden. Enerzijds speelt, meer dan op de andere niveaus, de *politieke* besluitvorming. De standaardprocedure is gebaseerd op art. 251 EG, namelijk de medebeslissingsprocedure, waarbij de Europese Commissie een voorstel indient bij het Europese Parlement en de Raad⁷⁷⁴. De Europese Commissie is steeds duidelijk geweest dat de Lamfalussy reguleringsmethode geen afbreuk mag doen aan het institutionele evenwicht dat gereflecteerd is in art. 251 EG⁷⁷⁵. Een heikel punt was de politieke inbreng op niveau 1 van het Europees Parlement. Het

⁷⁷⁰ Art. 249 A, eerste lid Verdrag van Lissabon tot wijziging van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, ondertekend te Lissabon, 13 december 2007, *Pb. C.*, 17 december 2007, afl. 306.

⁷⁷¹ Art. 249 B, eerste lid Verdrag van Lissabon; eigen cursivering.

⁷⁷² Art. 249 B, eerste lid, *in fine* Verdrag van Lissabon; eigen cursivering. Net als bij de (ontwerp-)Grondwet wordt in art. 249 B, tweede lid van het Verdrag van Lissabon bepaald dat in de wetgevingshandelingen de voorwaarden waaraan de delegatie is onderworpen, uitdrukkelijk moeten worden vastgesteld. Dit zijn dezelfde voorwaarden als deze hierboven geciteerd (zie art. I-36, lid 2 (ontwerp-)Grondwet).

⁷⁷³ LORDS EU COMMITTEE, *Lords 12th Report – 2002-2003*, 12 maart 2003. Zie tevens HOUSE OF COMMONS LIBRARY, *Research Paper 07/86 – The Treaty Of Lisbon: Amendments to the Treaty Establishing the European Community*, 6 december 2007 (113 p.), op 96-97.

⁷⁷⁴ Aan dit voorstel gaat meestal een uitgebreide consultatie vooraf waaraan iedereen in de EU een inhoudelijke bijdrage kan leveren. Als het voorstel is gedaan, moeten het Parlement en de Raad het eens zien te worden. In het Europees Parlement wordt het voorbereidend werk gedaan in één van de parlementscommissies. De besluitvorming in de Raad wordt voorbereid door Raadswerkgroepen, attachégroepen en Coreper. Er kan in één ‘lezing’ tot overeenstemming worden gekomen (bijvoorbeeld als de Raad alle door het Parlement voorgestelde wijzigingen goedkeurt). Een behandeling kan echter ook drie lezingen omvatten in het Parlement en de Raad. Bestaat er dan nog onenigheid tussen beide organen dan kan een beroep gedaan worden op een bemiddelingscomité. Dit comité bestaat uit leden van de Raad, of hun vertegenwoordigers, en een gelijk aantal vertegenwoordigers van het Parlement (AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.), 5-6). Zie verder, uitgebreid, K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Europees recht in hoofdlijnen*, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 2003 (3^e ed.) (901 p.), 554 e.v.; P. CRAIG en C. DE BURCA, *EU Law – Text, Cases and Materials*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (4e ed.) (1148 p.), 113-117; H. VON DER GROEBEN en J. SCHWARZE, *Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft – Kommentar*, Baden-Baden, Nomos, 2004, Deel 4 (1951 p.), 804-819; P. KAPTEYN, P. VERLOREN VAN THEMAAT en L. GORMLEY, *Introduction to the Law of the European Communities*, Londen/Den Haag/Boston, Kluwer International, 1998 (1447 p.), 430-439. Te noteren valt dat het Verdrag van Lissabon art. 251 EG behoudt (doch wijzigt, en verheldert via de invoeging van een getrapte systeem met maximaal drie lezingen).

⁷⁷⁵ Zie vb. R. PRODI, “Implementation of Financial Services Legislation in the Context of the Lamfalussy Report – Intervention by President Romano Prodi to the European Parliament’s plenary session”, SPEECH/02/44, 5 februari 2002 : “The Commission will of course respect the co-decision rights of this Parliament and its rights for information and transparency, which are the heart of our democratic process. But it will also, while fully respecting the institutional balance, endeavour to treat this House in an equivalent manner with the Council”. Zie tevens F. BOLKESTEIN, Brief gericht aan Mevr. Randzio-Plath, 2 oktober 2001 (ref. A:99/D807) (6 p.).

Lamfalussy rapport voorzag dat het Europees Parlement zou “geïnformeerd” worden omtrent niveau 1 voorstellen en, indien mogelijk, in een vroeg stadium zou verzocht worden om een consensus omtrent de delegaties naar niveau 2 omtrent enige niveau 1 voorstellen⁷⁷⁶. Het Europees Parlement gaf, onder meer in een brief van 12 juli 2001 vanwege RANDZIO-PLATH, de toenmalige voorzitter van het ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS COMMITTEE (EMAC) van het Europees Parlement, een aantal bezwaren te kennen aangaande haar te beperkte rol in de voorgestelde reguleringsmethode⁷⁷⁷. BOLKESTEIN (Commissielid bevoegd voor de DG Interne Markt) antwoordde daarop per brief van 2 oktober 2001 waarin namens de Commissie een aantal verbintenissen gesuggereerd werden, zoals informele bijeenkomsten tussen senior ambtenaren van de Europese Commissie en van het EMAC en bevoorrechte informatiestromen⁷⁷⁸. Als gevolg daarvan werd door de Voorzitter van de Europese Commissie ROMANO PRODI op 5 februari 2002 een verklaring gegeven aan het Europees Parlement⁷⁷⁹. Ten eerste werd gesteld dat de Lamfalussy reguleringsmethode ingegeven was door de bijzondere vereisten van het FSAP en geen precedentswaarde had⁷⁸⁰. Ten tweede werd aanvaard dat het Parlement de delegaties naar niveau 2 wenste te beperken tot 4 jaren, tenzij deze op voorstel, en na aanvaarding door het Parlement, bijkomend zouden verlengd worden⁷⁸¹. De gunstige stemming die daarop volgde werd door de Europese Commissie verwelkomd als een belangrijke stap voorwaarts in de richting van de creatie van een geïntegreerde Europese financiële markt⁷⁸². Anderzijds, wordt in het rapport een duidelijke klemtoon gelegd op een *snelheid, transparantie en consultatie*⁷⁸³. Voordat de Commissie een

⁷⁷⁶ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 25. Zie tevens Persbericht, “The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy’s, opening comments to the Press”, 15 februari 2000, 5 : “[...] we believe that if the Committee’s recommendations are implemented [...] the European Parliament will maintain a significant degree of control and have a significant impact on the Level 2 decision-making process. Because there should be : Full transparency at all times; [...] Sufficient time for the European Parliament to check that any decisions are in line with the scope of the implementing measures it agreed to; [...] If the European Parliament believes that the European Commission is exceeding its implementing powers – it could pass a Resolution. Were it to do so the Commission would be required to re-examine its proposal and should take the utmost account of the European Parliament’s position. It would be inconceivable if the Commission did not; [...] - Were the European Parliament not to be satisfied, the consequences would be felt next time a request for Level 2 implementing powers were requested; [...] Ultimately, of course, the European Parliament always has the possibility to take a case to the European Court of Justice”.

⁷⁷⁷ Ch. RANDZIO-PLATH, Brief van 12 juli 2001, waarnaar verwijzing in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2002/ce284/ce28420021121en00830085.pdf>. Zie tevens de bespreking in C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 14-15.

⁷⁷⁸ F. BOLKESTEIN, Brief gericht aan Mevr. Randzio-Plath, 2 oktober 2001 (ref. A:99/D807) (6 p.). Ook werd een “early warning” systeem voorgesteld (“[...] to help avoid unnecessary conflicts on specific implementing measures” (op 3, punt 7(ii), *in fine*)).

⁷⁷⁹ R. PRODI, “Implementation of Financial Services Legislation in the Context of the Lamfalussy Report – Intervention by President Romano Prodi to the European Parliament’s plenary session”, SPEECH/02/44, 5 februari 2002.

⁷⁸⁰ Idem, 3 : “Dans l’intervalle, avant la prochaine revision du traité, dans le domaine des services financiers, sans que cela constitue un précédent, des mécanismes de réglementation souples sont nécessaires, dans le plein respect de l’équilibre institutionnel”.

⁷⁸¹ Idem, 3. Daarenboven werd algemeen gesteld dat “le Parlement bénéficie d’un traitement équivalent et [la Commission] réaffirme son engagement, pour assurer une coopération efficace entre les institutions, de tenir le plus grand compte de la position du Parlement et des résolutions qu’il pourrait adopter à propos de mesures d’exécution qui excéderaient les compétences prévues dans l’acte de base et son ambition de parvenir, dans ces cas, à une solution équilibrée” (op 4).

⁷⁸² Persbericht, “Financial Markets : Commission Welcomes Parliament’s Agreement on Lamfalussy Proposals for Reform”, IP/02/195, 5 februari 2002 : “After the vote, President Prodi said: ‘This vote by the Parliament sends a very positive signal for the goal of making Europe the most competitive economy in the world by 2010 and for our institutional partnership with the Council and the European Parliament. [...]’. Internal Market Commissioner Frits Bolkestein added: “This is a tremendous breakthrough for the creation of an integrated European financial market, and is one that financial markets, investors and regulators have been hoping for [...]”.

⁷⁸³ Cf. AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.), 4 : “de AFM [wil] duidelijk maken welke rol de Nederlandse markt in de besluitvorming kan spelen. Het is essentieel om informatie vanuit de markt te krijgen zodat de AFM kan vaststellen of er vanuit die hoek steun, bezwaren of knelpunten zijn ten aanzien van de voorgestelde Europese wetgeving. De expertise van de markt is van groot belang voor een evenwichtige en doeltreffende wet- en regelgeving. De specialisten (experts) die namens de AFM deelnemen aan het internationaal overleg kunnen een groot deel van hun inbreng halen uit het raadplegen van

voorstel initieert, dient zij in een open, transparante en systematische manier met de marktparticipanten en eindgebruikers (uitgevende instellingen en consumenten) te consulteren⁷⁸⁴. Open consultaties, communicatie via het internet en strikte deadlines krijgen de voorkeur⁷⁸⁵. Ook de lidstaten en de toezichthoudende overheden moeten, liefst zo vroeg mogelijk en op een informele wijze, omtrent enige niveau 1 voorstellen geconsulteerd worden⁷⁸⁶. De snelheid waarmee een niveau 1 richtlijn of verordening tot stand komt, is essentieel. Om deze reden bestond theoretisch – althans in het Lamfalussy rapport – een uitgesproken voorkeur voor niveau 1 verordeningen (in plaats van richtlijnen)⁷⁸⁷. In de praktijk werd echter geopteerd voor richtlijnen. De tijd die daarvoor nodig is, is via het Lamfalussy proces echter gereduceerd tot gemiddeld 20 maanden⁷⁸⁸.

3.3.4. Juridische analyse van Lamfalussy niveau 2

171. LAMFALUSSY NIVEAU 2. Het uitvoeringsniveau – of niveau 2 – bestaat uit een actief netwerk van nationale toezichthoudende overheden, de Europese Commissie en een volgens het Lamfalussy rapport nieuw op te richten Europees Effectencomité (European Securities Committee) en Comité van Europese Effectentoezichthouders (European Securities Regulators Committee) om de uitvoeringsmaatregelen te definiëren, voor te stellen, en te beslissen⁷⁸⁹. Het opbouwen van een driehoeksrelaties van vertrouwen en efficiëntie tussen de Europese Commissie en deze twee comités zal volgens het rapport cruciaal zijn⁷⁹⁰. Op basis van de delegatie van niveau 1 naar niveau 2 zal de Europese Commissie het Europees Effecten Toezichthouderscomité verzoeken om de technische details uit te beginnen werken en een tijds kader vast te stellen voor het werk dienaangaande⁷⁹¹. Het Europees Effecten Toezichthouderscomité zal na een diepgaande en open consultatie met de markten en de eindgebruikers, zijn technisch advies aan de Europese Commissie overmaken, die het advies overweegt en op zijn beurt overmaakt aan het Europees Effectencomité dat laatste comité zal dan in laatste orde stemmen omtrent het voorstel van de Commissie⁷⁹². Op niveau 1 dient duidelijk te worden gespecificeerd wat de aard en de omvang is van de technische uitvoeringsmaatregelen op niveau 2, en wat de beperkingen zijn omtrent de eventuele latere aanpassing en wijziging van deze uitvoeringsmaatregelen, zonder dat – althans in theorie⁷⁹³ – de kaderbeginselen op niveau 1 worden gewijzigd⁷⁹⁴. De juridische natuur van het verband tussen niveau 1 en niveau 2 is dat van de *delegatie* :

marktpartijen, eindgebruikers en consumenten”.

⁷⁸⁴ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 25.

⁷⁸⁵ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 25. Zie tevens Persbericht, “The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy’s, opening comments”, 15 februari 2000, 4: “The new legislative process – in Level 2 – must be nailed down with fixed deadlines – which will speed up decision making and provide procedural predictability”.

⁷⁸⁶ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 25.

⁷⁸⁷ Idem, 26.

⁷⁸⁸ EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, 11.

⁷⁸⁹ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 28.

⁷⁹⁰ Idem, 28 : “The Committee emphasizes the crucial importance it attaches to building solid triangular relations of trust and efficiency between the European Commission and the Securities and Regulators Committees, based on a clear understanding of their respective roles”.

⁷⁹¹ Idem.

⁷⁹² Idem, 29. Dit zal gebeuren via gekwalificeerde meerderheid en in overeenstemming met art. 202 EG.

⁷⁹³ BRUYNEEL wijst er terecht op dat dergelijke instrumenten op niveau 2 belangrijke regels kunnen bevatten die niet (enkel) het karakter hebben van technische uitvoeringsbepalingen. Zie A. BRUYNEEL, “Le droit financier et le droit de l’assurance”, in : J. BUYLE, W. DERIJCKE, J. EMBRECHTS en I. VEROUGSTRAETE (eds.), *Tweehonderd jaar Wetboek van Koophandel*, Brussel, Larcier, 2007 (389 p.), 197, 212.

⁷⁹⁴ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 23.

de Raad van Ministers en het Europees Parlement moeten om deze reden volledig en precies geïnformeerd worden omtrent de aard van de delegaties die worden gegeven⁷⁹⁵. In de voormelde verklaring van PRODI aan het Europees Parlement wordt aan het Parlement een termijn gegeven van drie maanden na de eerste overmaking van de voorstellen van uitvoeringsmaatregelen om deze te bestuderen en zich uit te spreken⁷⁹⁶. Daarnaast werd het engagement aangegaan om tijdens de gehele periode dat de uitvoeringsmaatregelen worden aangenomen, de transparantie naar het Parlement volledig te verzekeren en bovendien een uitgebreide publieke consultatie aangaande de voorstellen van uitvoeringsmaatregelen te organiseren⁷⁹⁷. Eens te meer is de snelheid waarmee niveau 2 instrumenten tot stand komen essentieel. De tijd die daarvoor nodig was, werd gereduceerd tot een gemiddelde tussen 18 en 24 maanden⁷⁹⁸. Hoewel dit volgens de Commissie overwegend positief werd beschouwd, werden sommige concrete deadlines als te kort aanzien (vooral in de context van de MiFID)⁷⁹⁹. Bovendien werd door verscheidene marktparticipanten erop aangedrongen om de tijdschema's meer realistisch te maken en consultatierondes bijvoorbeeld niet meer in de vakantieperiodes te laten plaatsvinden⁸⁰⁰.

3.3.5. Juridische analyse van Lamfalussy niveau 3 (CESR)

172. LAMFALUSSY NIVEAU 3. Op niveau 3 worden door de toezichthoudende overheden van de diverse lidstaten – gegroepeerd in gemeenschappelijke comités⁸⁰¹ – onder meer aanbevelingen, interpretaties, richtsnoeren en andere normen uitgevaardigd teneinde een consistente en equivalente omzetting van niveau 1 en niveau 2 wetgeving te verzekeren⁸⁰². De essentie van niveau 3 bestaat anders gezegd erin om de consistentie van de dagelijkse omzetting van niveau 1 en niveau 2 wetgeving aanzienlijk te verbeteren, en dit via een coöperatief netwerk van de toezichthoudende overheden zelf (bottom-up)⁸⁰³ eerder dan als een door de Europese Commissie afgedwongen proces (top-down).

173. CONSTITUTIONELE BASIS. Op 7 juni 2001 werd CESR – namelijk één van de “3L3”⁸⁰⁴ comités

⁷⁹⁵ Idem, 23 en 28.

⁷⁹⁶ R. PRODI, “Implementation of Financial Services Legislation in the Context of the Lamfalussy Report – Intervention by President Romano Prodi to the European Parliament’s plenary session”, SPEECH/02/44, 5 februari 2002. Enkel bij noodwendigheden kan deze termijn worden verkort.

⁷⁹⁷ Idem, 3.

⁷⁹⁸ EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, 12.

⁷⁹⁹ Idem, 12.

⁸⁰⁰ Vb. BNP PARIBAS, “Response on the application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation – A preliminary assessment by the Commission services Consultation”, SEC (2004-1459), 31 januari 2005 : “The consultation process of CESR must be substantially reviewed if consultation procedures are to remain effective and not be illusory or mock exercises. Time allocated for consultations is too short (it often includes periods of holidays). Publication of consultations should include deadlines for comments within no less than 90 days, even for second consultations under the same mandate”; EUROPEAN BANKING FEDERATION, “Response On The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation – A Preliminary Assessment by the Commission Services”, 31 januari 2005, 4 : “We fully agree with the Commission that the timetables remain a significant problem. Most recently, we have made our concerns known with respect to the implementation timetable for the MiFID. [...] We look forward to working with the Commission towards a timely and satisfactory implementation of the Directive. Once this problem is resolved, we agree with the Commission and the IIMG that all future timetables should be set more realistically”.

⁸⁰¹ E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in: X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109, op 119-121.

⁸⁰² COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 37. Opvallend is het woordgebruik (“equivalent” in plaats van “identical”). Verder luidt het : “The key objective is to greatly improve the common and uniform implementation of Community rules” (op 37).

⁸⁰³ Idem, 37.

⁸⁰⁴ Cf. B. SOUSI, “Banque-notes”, *Euredia*, 2007-2008/1, 9, 10 : “Parlez-vous le *Lamfalussy’s language*? Si oui, vous savez ce que ‘3L3’ veut dire! Sinon, en voici l’explication : d’abord, cela se lit ‘Three level three’ sous entendu ‘Committees’, ensuite cela désigne les trois comités de niveau 3 dans la procédure Lamfalussy : CESR, CEBS et CEIOPS. Enfin, ‘3L3’ est une formule d’avenir pour tous ceux qui oeuvrent à une coopération renforcée entre les superviseurs européens. A suivre de près”. Zie tevens E. WYMEERSCH, “CESR, A Building Block in

– opgericht. Het Comité van Europese Effectenregelgevers (“CEER”, doch echter algemeen bekend als “CESR”) heeft als rol “de Commissie, hetzij op haar verzoek en binnen een termijn die zij kan vaststellen naar gelang van de urgentie van de aangelegenheid, hetzij op eigen initiatief, van advies te dienen over beleidskwesties en bij de voorbereiding van de ontwerp-uitvoeringsmaatregelen op het gebied van effecten”⁸⁰⁵. CESR is samengesteld uit “hooggeplaatste vertegenwoordigers van de nationale overheidsinstanties die bevoegd zijn op het gebied van effecten” (één vertegenwoordiger per lidstaat)⁸⁰⁶. De Commissie is op de vergaderingen van CESR vertegenwoordigd⁸⁰⁷. In het oprichtingsbesluit is verder bepaald dat CESR “op een open en transparante wijze uitvoerig en vroegtijdig overleg” moet plegen met marktdeelnemers, consumenten en eindgebruikers⁸⁰⁸. Het Charter (versie 2002) van CESR is in werking getreden op 11 september 2001⁸⁰⁹. Vergeleken met het oprichtingsbesluit wordt de rol van CESR daarin ruim gedefinieerd, namelijk : “(i) improve coordination among European Securities Regulators; (ii) act as an advisory group to assist the Commission, in particular in its preparation of draft implementing measures in the field of securities; (iii) work to ensure more consistent and timely, day to day implementation of community legislation in the Members States; (iii) the members of the Committee resolve to adhere, both in principle and in practice, to this Charter and to the following provisions”⁸¹⁰. De kerntaken beslaan volgens het Charter (versie 2002) ten eerste een adviserende rol van CESR, ofwel op vraag van de Europese Commissie, ofwel uit eigen beweging⁸¹¹. Ten tweede zal CESR antwoorden op basis van de mandaten die de Europese Commissie haar geeft met het oog op de voorbereiding van uitvoeringsmaatregelen⁸¹². Ten derde zal CESR effectieve netwerken tot stand brengen teneinde consistent toezicht en afdwinging ter bewerkstelling⁸¹³. Ten vierde zal CESR de evolutie van de financiële markten en globale tendensen monitoren en de impact op de communautaire wetgeving analyseren⁸¹⁴. Ten slotte zal CESR bijdragen tot een gemeenschappelijke en uniforme dagdagelijkse omzetting en toepassing van het communautair recht⁸¹⁵. Dat omvat met name een evaluatie van de praktijken van de toezichthouders⁸¹⁶.

174. VAN VRIJWILLIGE COÖPERATIE NAAR EEN “NAME AND SHAME” – VERGELIJKING VAN DE CESR CHARTERS VAN 2002, 2006 EN SEPTEMBER 2008. Het is interessant te noteren dat CESR aanvankelijk deze taken verrichte op basis van vrijwillige coöperatie⁸¹⁷, namelijk : “It will issue guidelines, recommendations and standards that the members will introduce in their regulatory practices on a voluntary basis”⁸¹⁸. In juli 2006 en opnieuw in september 2008 onderging dit Charter een aantal wijzigingen⁸¹⁹. Zo bepaalde het nieuwe art. 4.3, *in fine* Charter (versie 2006) dat een “Review Panel” moest worden gecreëerd om de praktijken van de diverse toezichthoudende overheden te evalueren. Dit

Europe’s Future Financial Regulatory System”, *Euredia*, 2007-2008/1, 15, 16.

⁸⁰⁵ Besluit 2001/527/EG van de Commissie van 6 juni 2001 tot instelling van het Comité van Europese effectenregelgevers, *Pb. L.*, 13 juli 2001, afl. 191, 43-44.

⁸⁰⁶ Art. 3 Besluit 2001/527/EG. Zie tevens art. 1 CESR Charter (versie 2002) (CESR, *CESR Charter*, Ref. 01-056, 10 september 2002).

⁸⁰⁷ Idem. Zie tevens art. 3.1 CESR Charter (versie 2002) : “The representative of the European Commission will be entitled to participate actively in all debates, except when the Committee discusses confidential matters relating to individuals and firms in the context of improving cooperation among European Regulators”.

⁸⁰⁸ Art. 5 Besluit 2001/527/EG.

⁸⁰⁹ Art. 9.2 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹⁰ Preambule CESR Charter (versie 2002).

⁸¹¹ Art. 4.1 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹² Art. 4.2 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹³ Art. 4.4 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹⁴ Art. 4.5 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹⁵ Art. 4.3 CESR Charter (versie 2002).

⁸¹⁶ Idem : “It will also undertake reviews of regulatory practices within the single market”. Dit is in de versie van 2006 uitgebreid als volgt : “It will also undertake reviews of regulatory and supervisory practices within the single market” (eigen cursivering). Zie tevens hierna.

⁸¹⁷ We komen hierop uitgebreid terug in *Deel 2* (zie in het bijzonder *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1*).

⁸¹⁸ Art. 4.3 CESR Charter (versie 2002)

⁸¹⁹ CESR, *CESR Charter*, Ref. 06-289c, 2 augustus 2006; CESR, *CESR Charter*, Ref. 08-375d, 10 september 2008.

“Review Panel” werd opgericht overeenkomstig de voorwaarden van het *Protocol on Review Panel of the Committee of European Securities Regulators* van januari 2007⁸²⁰ en zou onderzoeken hoe toezicht wordt gehouden op specifieke aspecten van de regulering van de financiële markten en of de afdwinging van dit toezicht effectief is⁸²¹. Het is opvallend dat het nieuwe Charter (weze het versie 2006 of 2008) (samen met het Protocol) meer elementen van “dwang” lijkt te bevatten dan het oorspronkelijke Charter⁸²². Vergelijk bijvoorbeeld het hierboven geciteerd fragment van het Charter (versie 2002) met art. 4 van het Protocol (2007) : “CESR authorities are required to participate in the work of the Review Panel and provide it with experts and the necessary information and input. It is the responsibility of each CESR authority to confirm the accuracy of the information provided. [...] If a CESR authority does not cooperate or does not meet the timeframes, the Chair of the Review panel will ask the Chair of the relevant CESR authority to explain the reasons of this non cooperation and will set a deadline for compliance. If said deadline expires, the exercise will continue without the input of this member and the outcome will be published and/ or communicated with a statement that the particular authority has been classified as ‘Not contributing’”⁸²³. Men zou dit, om huidig CESR voorzitter WYMEERSCH te parafraseren, kunnen bestempelen als een soort “name and shame”⁸²⁴. Een dergelijke werkwijze dwingt de lidstaten – of, preciezer gezegd, hun toezichthoudende overheden – als het ware in de logica van coöperatie. Hoewel beslissingen nog steeds genomen worden via consensus van alle toezichthoudende overheden die lid zijn van CESR⁸²⁵, lijkt er een proces plaats te vinden in richting naar meer coöperatie en convergentie, zodat “over tijd een steeds toenemend convergerend normatief bestel tot stand zou moeten komen”⁸²⁶. Zo stelde CESR in een paper van 2005 dat zij op niveau 3 een driedelige rol speelde, namelijk met betrekking tot de gecoördineerde omzetting van EU recht, convergentie inzake de regulering, en convergentie inzake het toezicht⁸²⁷. Eenzelfde opmerking kan gemaakt worden met betrekking tot de beslissingsmethode binnen CESR. In het originele Charter van 2002 was de beslissingsmethode met betrekking tot de adviesfunctie aan de Europese Commissie er grotendeels één van *consensus* : “When delivering its advice in response to a mandate from the European Commission, the Committee should identify and elaborate any dissenting opinions of individual members. For the execution of its other tasks the Committee will work by consensus of its members”⁸²⁸. In het Charter van 2006 is dit evenwel gewijzigd als volgt : “Decisions by the Committee

⁸²⁰ CESR, *Protocol on Review Panel of the Committee of European Securities Regulators (January 2007)*, Ref. 07-070b, 1 april 2007. Zie ten slotte ook CESR, *Methodology for self-assessment and peer-review tool*, Ref. 07-071b, 26 juni 2007.

⁸²¹ Zie art. 2.3 Protocol (2007). Zie tevens art. 2.6 van dit Protocol : “[...] the Review Panel shall as appropriate: a. Signal the extent to which CESR authorities apply specific supervisory provisions. b. Present the measures that CESR authorities not applying specific supervisory provisions intend to take to correct the situation. c. Express views on specific problems encountered by individual CESR authorities and recommend ways for achieving full application by the relevant jurisdictions, where necessary. d. Include an assessment of the level of convergence (generally and provision by provision) achieved. e. Signal inconsistencies or general problems in the implementation of community legislation and/ or CESR measures and identify the reasons. f. Recommend that work is undertaken to amend a specific supervisory provision that raises significant problems in relation to the operation of the Single Market. g. Describe possible good practices developed by some CESR authorities which might be of interest for other CESR authorities”.

⁸²² Zie vb. art. 4.3.c CESR Charter (versie 2008) : “Develop effective operational network and information exchange mechanisms to enhance day-to-day consistent supervision and enforcement of the Single Market for financial services and promote a common supervisory culture throughout the EU”.

⁸²³ Artt. 4.1 (partim) en 4.4 (idem) Protocol (2007).

⁸²⁴ Cf. E. WYMEERSCH, “Implementation of the corporate governance codes”, *WP 2004-08*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2004 (17 p.), 6. Cf. tevens AMF, “La régulation et la coopération internationales”, in *Rapport annuel 2005*, 31 mei 2006, 45.

⁸²⁵ E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109, op 120.

⁸²⁶ Idem, 120.

⁸²⁷ CESR, *The Role of CESR at “Level 3” Under the Lamfalussy Process – Action Plan For 2005*, Ref. CESR/04-527, oktober 2004. Zie eveneens CESR, *The Role of CESR at “Level 3” Under the Lamfalussy Process – Summary of Responses*, Ref. CESR/04-349, oktober 2004.

⁸²⁸ Artt. 5.5 en 5.6 CESR Charter (versie 2002). Zie m.b.t. de mogelijkheid tot het uitbrengen van *dissenting opinions* : ICMA, *Response to CESR’s Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, 29 januari 2007 (13 p.), op 8 : “We understand the difficulties associated with finding a common position but suggest that CESR discourages the practice of these “dissenting

are taken by consensus except in the cases envisaged [hereunder]. When delivering advice to the European Commission, the Committee may vote according to the qualifying majority vote in the Council if the Chair considers that there is a split of views or if one or more members ask for a vote. Irrespective of the decision making procedure, the Committee should identify and elaborate any dissenting opinion of individual members in the final advice if they so wish. If there is a vote, the outcome of the vote shall be included in the final advice. For Level 3 work explicitly requested from CESR by Community legislation or directly related to Community legislation, unanimity is required if one or more members so wishes. If no unanimity can be reached, the European Commission shall be informed⁸²⁹. In het Charter van september 2008 is ten slotte geopteerd voor een dubbel systeem van consensus – gedefinieerd als “all members concurring, with one or two exceptions” – en indien geen consensus kan bereikt worden, een gekwalificeerde meerderheid⁸³⁰. Er lijkt met andere woorden een evolutie aan de gang te zijn van een model dat grotendeels gebaseerd was op vrijwillige coöperatie en consensus naar een model dat weliswaar geënt is op consensus doch met drijfveren om lidstaten – al dan niet gewild – te doen convergeren. Een andere illustratie is de (gedwongen) mediatie – eveneens ingesteld via het Charter van 2006 – op basis waarvan de toezichhoudende overheden bepaalde geschillen moeten proberen op te lossen via een mediatieprocedure, overeenkomstig het *Protocol on Mediation Mechanism of the Committee of European Securities Regulators (augustus 2006)*⁸³¹. We komen hierop uitvoerig terug bij de analyse van de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn en in het bijzonder bij wat we de *coöperatieve harmonisatie* zullen noemen (zie *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 2*).

175. JURIDISCHE WAARDE VAN CESR NIVEAU 3 INSTRUMENTEN. Een zeer delicate vraag is wat de juridische waarde is van CESR documenten. Talloze categorieën van CESR documenten bestaan, met verschillende titulatuur – gaande van *Frequently asked questions*⁸³², rapporten⁸³³, aanbevelingen⁸³⁴,

opinions”. As long as they exist, however, competent authorities of the “dissenting” Member States should accept that offers and admissions to trading originating in the “majority” Member States will legitimately comply with the majority position”. Zie in deze context tevens N.R. VAN DE VIJVER, “Post-PD : Een pan-Europese kapitaalmarkt?”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 335, 338-339.

⁸²⁹ Artt. 5.5, 5.6 en 5.7 CESR Charter (versie 2006).

⁸³⁰ Art. 6.2 CESR Charter (versie 2008): “Decisions by the Committee are taken by consensus, consensus being understood as all members concurring, with one or two exceptions. If consensus cannot be reached, decisions are taken by qualified majority as specified in paragraphs 6.3, 6.4 and 6.5 below. Qualified majority is understood as the majority at which decisions can be taken according to the then applicable rules of the European Treaty”.

⁸³¹ Art. 4.4 CESR Charter (versie 2006); art. 4.3.b Charter (versie 2008). Zie art. 1.2 CESR, *Protocol on Mediation Mechanism of the Committee of European Securities Regulators*, Ref. CESR/06-286b, augustus 2006 : “The Mediation Mechanism will be used to settle disputes between the parties [...] concerning: a) Obligations to exchange information or cooperate, as envisaged in EU Directives or Regulations related to the securities markets. b) Enforcement of financial information requirements applicable to issuers or listed companies in EU markets. c) Mutual recognition, as envisaged in EU Directives or Regulations related to the securities markets. d) Other potential disputes or cases where agreement between competent authorities is required and that arise from EU Directives, Regulations or Commission’s Recommendations, or CESR Standards, Guidelines and Recommendations”.

⁸³² Met betrekking tot de Prospectusrichtlijn : CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 5th Updated Version – May 2008*, Ref. 08-426, 20 mei 2008; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 4th Updated Version – December 2007*, Ref. 07-852, 20 december 2007; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version September 2007*, Ref. 06-651, 21 september 2007; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version February 2007*, Ref. 07-110, 16 februari 2007; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, Ref. 06-296d, 18 juli 2006. Tevens werd een document gepubliceerd met betrekking tot MiFID : CESR, *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members*, Ref. 08-266, 11 april 2008. Zie daaromtrent K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn : Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4,179, 180 : “Het mag duidelijk zijn dat de Q&A van CESR niet binnen niveau 1, 2 dan wel 4 past. De vraag is of de Q&A dan tot stand is gekomen onder niveau 3. [...] Tot slot valt de convergentie van toezicht onder

richtsnoeren⁸³⁵ en andere documenten zoals agenda's⁸³⁶ en verzoeken om bewijs⁸³⁷. De juridische waarde van elk van deze categoriën staat niet vast. CESR onderscheidt meer bepaald de aanbevelingen – die erop gericht zijn om meer helderheid te verschaffen voor uitgevende instellingen omtrent de beschikbaar te stellen informatie alsook meer transparantie omtrent de wijze waarop toezichhoudende overheden de Prospectusrichtlijn zullen toepassen – en de *Frequently asked questions* – die erop gericht zijn om de “dagdagelijkse” vragen van de actoren op de markt op een efficiënte wijze te beantwoorden, namelijk : “This consolidated ‘Q and A’ publication [...] which is intended to provide market participants with responses in a quick and efficient manner, to everyday’ questions which are commonly posed to the CESR secretariat or CESR Members. CESR responses do not contain standards, guidelines or recommendations, and therefore no prior consultation process has been followed. It is CESR’s intention to operate in a way that will enable its Members to react quickly and efficiently if any aspect of the common positions published need to be modified or the responses clarified further. The views of the Commission Services on some of the issues discussed were sought. However, the Commission Services note that only the European Court of Justice can give a legally binding interpretation of provisions of EU legislation. Moreover, the views expressed in the paper do not bind the European Commission as an institution, and the Commission would be entitled to take a position different to that set out in this ‘Q and A’ guide in any future judicial proceedings concerning the relevant provisions”⁸³⁸. Deze passage is aanzienlijk ambigu. Enerzijds worden de standpunten van de Europese Commissie weergegeven; anderzijds wordt gesteld dat deze standpunten de Europese Commissie niet binden⁸³⁹. Enerzijds is het de bedoeling snel en efficiënt vragen te beantwoorden; anderzijds wordt gesteld dat enkel het Europees Hof van Justitie (met andere woorden, na jaren procederen) definitieve antwoorden kan geven omtrent het communautair recht. Enerzijds wordt gesteld dat er geen standaarden of richtsnoeren worden gegeven; anderzijds worden de vragen en antwoorden zo geformuleerd dat er wel degelijk standaarden en richtsnoeren uit blijken. Deze ambiguïteit gaat ook voorbij aan de fundamentele vraag wat de precieze rechtswaarde is van de diverse documenten. O.i. zal de gebruikte terminologie niet doorslaggevend zijn. Zo blijken de *Frequently asked questions* aanbevelingen van een zodanig precieze aard te bevatten dat CESR in feite rechtsregels heeft uitgevaardigd⁸⁴⁰. Deze indruk wordt o.i. nog vergroot door het feit dat in sommige gevallen de

niveau 3. Hieronder moet onder meer worden verstaan samenwerking, efficiënte uitwisseling van informatie tussen de lidstaten, het ontwikkelen van informatiesystemen en het ontwikkelen van een mediation mechanisme indien bevoegde autoriteiten meningsverschillen hebben dan wel er niet in slagen om samen te werken. In dit licht bezien kan gesteld worden dat de Q&A onder niveau 3 als convergentie van regelgeving (de tweede categorie) tot stand is gekomen”.

⁸³³ CESR, *CESR’s Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, Ref. 07-225, 13 juni 2007.

⁸³⁴ CESR, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, Ref. 05-054b, 10 februari 2005; CESR, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, Ref. 04-225b, 24 juni 2004.

⁸³⁵ CESR, *CESR Guidelines for the Consistent Implementation of the Proposed Commission’s Regulation on Prospectus - Call for Evidence*, Ref. 04-057, 4 maart 2004. Zie tevens CESR, *Indicative timetable for CESR’s work on guidelines for the consistent implementation of the proposed Commission Regulation on Prospectus*, Ref. 04-127, 4 maart 2004.

⁸³⁶ CESR, *Agenda - Open hearing on CESR’s report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, Ref. 07-009, 5 januari 2007.

⁸³⁷ CESR, *Call for Evidence - on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, Ref. 06-515, 13 november 2006.

⁸³⁸ Idem, 1. Zie hieromtrent tevens K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn :Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4,179, 180.

⁸³⁹ K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn :Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4,179, 180 : “Wellicht dat men hiermee tevens probeert duidelijk te maken dat de Q&A uitwerkingen van notulen betreft van een aantal vergaderingen van CESR”.

⁸⁴⁰ Zie vb. m.b.t. de toepassing van paragraaf 4.11 van Bijlage III van de Prospectusverordening : “This item seeks to give investors enough information to know the ‘net’ amount that they will receive when payment is collected from the issuer or its agent in accordance with the terms of the securities. In addition a statement in the tax section of the prospectus inviting investors to seek appropriate advice on their specific situation is strongly recommended. This item is not intended to require a full disclosure of the tax regime in each country where the offer takes place” (eigen cursivering; CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th*

juridische basis voor de interpretaties van CESR niet duidelijk is⁸⁴¹. In andere gevallen worden de *Recommendations* genuanceerd door de *Frequently asked questions*⁸⁴², of worden beleidsaanbevelingen gedaan⁸⁴³. Om de precieze waarde in te schatten van een document van CESR, zal men daarom – eerder dan te vertrouwen op de benoeming van dat document – veeleer het beslissingsproces zoals dat blijkt in het concrete document moeten nagaan. Indien CESR – of preciezer : de leden van CESR – in de *Frequently asked questions* een duidelijke positie heeft ingenomen, die gedragen is door alle toezichthoudende overheden, dan mag men aannemen dat, zelfs al is het geen juridische garantie, dit een sterke indicatie vormt dat het gemeenschapsrecht redelijkerwijze op overeenkomstige wijze geïnterpreteerd kan worden. Omgekeerd kan van de toezichthoudende overheden, tenzij zij een afwijkend standpunt zouden hebben laten blijken, redelijkerwijze verwacht worden dat zij de door hen aangenomen positie van CESR zullen respecteren. Desalniettemin vormt een eerder ingenomen standpunt van CESR geen garantie dat in de toekomst alle toezichthoudende overheden dit zullen eerbiedigen en toepassen : zo werd in de *Frequently asked questions* van augustus 2008 een afwijkend standpunt van het Verenigd Koninkrijk toegevoegd, ofschoon in de eerdere versies van datzelfde document CESR ten opzichte van dezelfde vraag reeds een door elkeen aanvaard standpunt had ingenomen⁸⁴⁴. Voor andere documenten ligt het eenvoudiger : indien een CESR document aanleiding heeft gegeven tot het aannemen van een uitvoeringsverordening – zoals het geval was bij de Prospectusverordening – dan gelden de CESR aanbevelingen en andere documenten die in de marge daarvan zijn opgemaakt als een soort voorbereidende werken die minstens kunnen aantonen hoe, en misschien zelfs waarom, een bepaalde regel tot stand is gekomen.

Updated Version – August 2008, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 43, op 24). Een andere illustratie vormt de aanbeveling van CESR m.b.t. het publiceren van een supplement in het geval interim financiële informatie wordt vrijgegeven : “There is no systematic requirement to supplement the prospectus when interim financial statements are produced. This will depend on the circumstances of the case, in particular the relevance of the information included in the interim financial statements (such as any significant deviation in relation to previous financial information) or the type of securities to which the prospectus refers. *In case of doubt CESR members recommend issuers to produce the supplement*” (Idem, Question 19, op 14).

⁸⁴¹ Zie vb. het volgende – o.i. bekritiseerbare – standpunt dat in september 2007 werd ingevoegd : “CESR recommends issuers not to use the term ‘prospectus’ for documents that have not been approved according to the Prospectus Directive or according to any EU legislation where the term ‘prospectus’ is used. Should issuers use this term, they are encouraged to provide a clear statement in the document indicating that it has not been approved in accordance with the Prospectus Directive. Otherwise the use of the term ‘prospectus’ could be misleading” (zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 47, op 26).

⁸⁴² Zie vb. m.b.t. de verplichting voor uitgevende instellingen om winstverwachtingen (profit estimates) die elders zijn gepubliceerd te herhalen in het prospectus : “Paragraphs 43 and 44 of CESR’s Recommendations [...] state that there is a presumption that an outstanding forecast made in another document than in a previous prospectus will be material in the case of share issues. When the rules applicable to the issuer require the publication of profit forecasts, *CESR members consider that they will be open to discuss the interpretation of paragraphs 43 and 44 of CESR’s Recommendations on a case by case basis*” (eigen cursivering). Zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 24, op 16. Zie tevens CESR, *Recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, 10 februari 2005, Ref. 05-054b, op 12-13.

⁸⁴³ Zie vb. m.b.t. de ‘retail cascades’ (zie daaromtrent in detail *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2*) : “CESR acknowledges that the solution described in the following paragraphs for retail cascade is a temporary one based on the current provisions of the Directive and would consider whether a recommendation based on a more robust regulatory solution may be made to the EU Commission for the amendment of the Regulation” (CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 54, op 33).

⁸⁴⁴ M.b.t. het op vrijwillige basis toevoegen van pro forma informatie. Zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, Question 52, op 32 : “The only change is the inclusion of United Kingdom’s dissenting view [...] The competent authority of the United Kingdom dissents from the view that a report by an accountant or auditor should be required by the regulator in instances where issuers provide pro forma financial information on a voluntary basis in documents relating to non-equity securities on the basis that the requirement to present such a report arises specifically and only out of sub-paragraph 4 of paragraph 20.2 of Annex I to the Prospectus Regulation. Such a requirement can therefore only be applied to information in equity documents”.

176. VOORLOPIGE STAND VAN ZAKEN. Het eindresultaat zou, nog volgens WYMEERSCH, op het volgende neerkomen : “[o]fschoon de toezichtinstanties verder nationaal bepaald blijven, zou voor de geadresseerde van de regelen er geen noemenswaardig verschil mogen zijn naargelang hij zijn diensten aanbiedt in de ene dan wel in een andere nationale jurisdictie. Weliswaar kan volledige gelijkenis wellicht nooit bereikt worden, *minstens kunnen de verschillen zo veel als mogelijk weggewerkt worden teneinde in de praktijk te komen tot de grote geïntegreerde financiële markt*, wat de uiteindelijke doelstelling is van deze gehele oefening” (eigen cursivering)⁸⁴⁵. We komen in het onderzoek in Deel 2 van de verschillen inzake omzetting van de Prospectusrichtlijn hierop verder terug, waarbij we de vraag zullen stellen of de huidige architectuur van het Lamfalussy niveau 3 wel adequaat is om een dergelijk niveau van convergentie te bewerkstelligen. Niettemin stellen we hierbij de vraag of dit wel voldoende ambitie en moed is. De vraag is of het voldoende is dat in de praktijk verschillen zo veel als mogelijk worden weggewerkt. Moet de ambitie niet groter zijn?⁸⁴⁶ Kan de ambitie groter zijn?⁸⁴⁷ CESR bestaat immers reeds sinds 2001. De grootste financiële crisis sinds 1929 deed zich voor in 2008. Behalve een amalgaam van subsidiaire regels, zoals deze met betrekking tot “short selling” – waarvan niet is bewezen of deze het gewenste effect hebben⁸⁴⁸ – of met betrekking tot de informatieverstrekking inzake financiële instrumenten in illiquide markten⁸⁴⁹ en vereffeningstransacties⁸⁵⁰, is CESR geen sturende actor gebleken. Bovendien moet men vaststellen dat op de dag van vandaag CESR geen enkele ernstige wetenschappelijke studie heeft gepubliceerd op haar website, en dit ondanks het feit dat sinds 2002 het de taak van CESR was om de Europese Commissie omtrent het beleid inzake effectenregulering te adviseren op haar eigen initiatief⁸⁵¹. Waarom bijvoorbeeld heeft CESR niet gewaarschuwd voor de mogelijke impact van het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn (zie de algemene inleiding)? Waarom staan op de website van de *cesr.eu* geen kritische noten bij de huidige financiële regelgeving? Waarom beperkte CESR zich bij de evaluatie van de Prospectusrichtlijn tot een bevraging van de toezichthouders en de financiële instellingen, en werd er geen ernstig academisch debat georganiseerd omtrent de voor- en nadelen van de gemaakte beleidskeuzen van de Prospectusrichtlijn?⁸⁵² Dergelijke vragen plaatsen CESR voor een belangrijke verantwoordelijkheid, die zij – gegeven art. 4.1 Charter (versie 2008) – niet zomaar van zich kan of mag wegschuiven.

177. VOORUITBLIK OP DEEL 2. Zonder al te zeer te willen vooruitlopen op het onderzoek dat volgt in Deel 2, zal in het bijzonder aandacht worden besteed aan hoe de rol van CESR binnen de context van de prospectusreglementering kan worden geoptimaliseerd, en dit met het oog op het maximaal bereiken van de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht.

⁸⁴⁵ E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109, op 120-121.

⁸⁴⁶ Cf. A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN en W.J. MOELIKER, “CESR : De beginjaren”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 55, 60-61 : “[...] [Er] rijst de vraag of het huidige ambitieniveau van alle betrokkenen wel voldoende is voor het in de toekomst behalen van in het verleden geformuleerde doelstellingen op het gebied van integratie van financiële markten”.

⁸⁴⁷ Idem, 60. DOCTERS VAN LEEUWEN verwijst naar de financieringsmoeilijkheden, subsidiariteits- en soeveriniteitskwesaties.

⁸⁴⁸ Zie vb. H. DAOUK en A. CHAROENROOK, “A Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions”, Working paper, februari 2005 (43 p.); A. BRIS, “Shorting Financial Stocks Should Resume”, *Wall Street Journal*, 2008 (2 p.). Zie vb. B. SHUTLZ (bijgewerkt door A. SQUIER), *The Securities Market and How It Works*, New York/Evanston/Londen, Harper & Row, 1963 (372 p.), 213-215 die de historische ontwikkeling van de regulering inzake *short selling* beschrijft, onder meer met betrekking tot de Tulpen *bubble* in het Nederland van de zeventiende eeuw of *short selling* in graan dat door Antwerpen in 1689 beperkt werd.

⁸⁴⁹ Pas op 19 november 2008 publiceerde CESR het “CESR statement on the Fair value Measurement and Related Disclosures of Financial Instruments in Illiquid Markets” (Ref. CESR/08-712) (12 p.).

⁸⁵⁰ CESR, “New Steps by CESR to Address the Recent Market Crisis”, Ref. CESR/08-791, 1 oktober 2008 (3 p.).

⁸⁵¹ Cf. art. 4.1 Charter (versie 2008), dat ongewijzigd is ten aanzien van art. 4.1 Charter (versie 2002).

⁸⁵² Vgl. bijvoorbeeld de Verenigde Staten waar zulk debat wel wordt georganiseerd. Zie J. GRUNDFEST, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript.

3.3.6. Juridische analyse van Lamfalussy niveau 4

178. LAMFALUSSY NIVEAU 4. Op niveau 4 waakt de Europese Commissie erop dat de lidstaten het Europees recht navolgen, en neemt desgevallend acties. De verantwoordelijkheid voor niveau 4 rust in essentie op de Europese Commissie⁸⁵³. Niettemin benadrukt het Lamfalussy rapport dat ook de private sector, de nationale toezichthoudende overheden en het Europees Parlement in deze verantwoordelijkheid delen⁸⁵⁴. Er dient een monitoring systeem opgezet te worden dat de mogelijke problemen opspoor⁸⁵⁵. Toch is het de Commissie die meer nauwgezet de omzetting van de regelgeving dient te controleren en ze ook sterker dient af te dwingen⁸⁵⁶.

3.3.7. Kritische bedenkingen bij deze verklaringspoging

179. KRITISCHE BEDENKINGEN. Hoewel de Lamfalussy methode onbetwistbaar een belangrijke motor achter het succes van het FSAP was, lijkt het Lamfalussy rapport eerder een resultaat van de ontstaansvoorwaarden van de FSAP te zijn, dan zelf een *oorzaak* ervan te zijn. Daarvoor is een historische reden te geven. Het mandaat dat aan het Comité van wijzen werd gegeven, was immers niet “blanco”. De verdienste van het Lamfalussy rapport is de vinger op die wonde te hebben gelegd en bovendien een institutioneel alternatief te hebben uitgewerkt. Dat is een enorme verdienste, die het succes van het FSAP mee mogelijk heeft gemaakt. Maar het Lamfalussy rapport verklaart op zich niet de cesuur die in 1998-1999 heeft plaatsgevonden. We geven daarvoor een sociologische reden : de krachten die hebben meegeholpen aan het succes van de Lamfalussy-benaderingswijze van de regulering, waren immers net die krachten die traditioneel enige vorm van harmonisatie van financieel recht tegenwerkten. Uiteraard, met Lamfalussy kregen de positieve krachten meer energie. Maar wat was de grondverklaring voor deze radicale ommekeer? Met andere woorden : waarom was in 1998-1999 mogelijk wat daarvoor niet mogelijk was?

3.4. POGING TOT HET VINDEN VAN EEN MEER VOLLEDIGE VERKLARING

180. IDENTIFICATIE VAN DE “DRIJVENDE KRACHTEN”. O.i. kunnen vijf elementen worden geïdentificeerd die samen het FSAP hebben voortgestuwd : (nieuwe) marktspelers, (achterliggende) motieven, (convergerende) belangen, (toenemende) techniciteit en (ideologische) liberalisering. Op elk van deze elementen wordt hieronder ingegaan.

3.4.1. De nieuwe marktspelers

181. VERSNIJPERDE FINANCIËLE MARKTEN ANNO 1990. De financiële markten waren eind jaren tachtig sterk versnipperd⁸⁵⁷. Eind jaren tachtig bestonden in de toenmalige Europese Gemeenschap 50 aandelenbeurzen met in totaal 4.655 genoteerde vennootschappen (in vergelijking met 8 beurzen in de

⁸⁵³ COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 40.

⁸⁵⁴ Idem, 40.

⁸⁵⁵ Idem, 40 : “[...] there needs to be a strong system to report on the functioning of the legislative and regulatory process. It should identify the bottlenecks, and who is responsible. It should also report on whether there is real progress towards an integrated financial market”.

⁸⁵⁶ Idem, 40 : “The Commission [...] should be bolder in enforcing Community Law and checking the accurate transposition of agreed legislation. In many cases the mere opening of a case by the European Commission results in a rapid solution being agreed with the offending Member States”.

⁸⁵⁷ J. WOUTERS en D.C. BUIJS, *Het wetsvoorstel beschermingconstructies (Preadvies van de Vereniging ‘Handelsrecht’)*, Rotterdam, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, (135 p.), 75.

Verenigde Staten voor een totaal van 2.970 genoteerde vennootschappen)⁸⁵⁸. Deze versnippering werd in stand gehouden door historische en culturele factoren. WOUTERS noteerde bijvoorbeeld culturele verschillen zoals de rol van de banken in de Duitse industrie, van de overheid in belangrijke Franse ondernemingen en een aantal families in de Italiaanse economie⁸⁵⁹.

182. INTEGRATIEBEWEGING OP HET EINDE VAN DE VORIGE EEUW. De jaren negentig waren gekenmerkt door een integratie op verscheidene punten. Ten eerste integreerden marktspelers territoriaal. Ten tweede vond er ook een functionele integratie plaats. Door de opkomst van financiële conglomeraten (met een integratie binnen één groep van bancaire functies, beleggingsfuncties, kredietfuncties en verzekeringsfuncties) ontstond een vervlechting van financiële diensten en producten, bijvoorbeeld levensverzekeringen met een beleggingscomponent⁸⁶⁰, beleggingshypotheken en verzekeringen met een spaarelement, kredietproducten met een investeringsdoel⁸⁶¹. Als gevolg daarvan zijn de grenzen tussen de diverse sectoren gaan vervagen⁸⁶². Ten slotte vond er ook een integratie plaats van internationale organisaties – zoals de INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION ofwel ICMA (voorheen de INTERNATIONAL PRIMARY MARKETS ASSOCIATION en de INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION)⁸⁶³ – die men tevens kan aanmerken als “very important ‘regulators’ affecting the bond markets without having an official status or regulatory source”⁸⁶⁴.

183. INTEGRATIE VAN HET TOEZICHT. Met deze integratie werd in diverse lidstaten ook de noodzaak aangevoeld om het toezicht – en met name de toezichthouders – te integreren. Het Verenigd Koninkrijk nam daarbij het voortouw. Pas op 27 oktober 1997 werd op grond van de *Financial Services Act 1986* in Engeland de *Financial Services Authority* opgericht, die eerst in 1997 de bevoegdheden van de voormalige *Securities and Investments Board (SIB)*⁸⁶⁵ overnam, in 1998 de bevoegdheden inzake banktoezicht van de *Bank of England*⁸⁶⁶, en gradueel tussen 2001 en 2005 verdere bevoegdheden verkreeg, zoals inzake beleggingsdiensten en verzekeringen (2001), inzake advies met betrekking tot hypotheken en inzake algemene verkopen van verzekeringsproducten (2004-5)⁸⁶⁷. Misschien mee door de toenemende invloed van de Angelsaksische cultuur op de financiële marktpraktijken⁸⁶⁸, werkte dit voorbeeld inspirerend voor tal van andere lidstaten. Diverse modellen werden overwogen⁸⁶⁹, zoals het

⁸⁵⁸ Idem, 75, voetnoot 38.

⁸⁵⁹ Idem, 75; J. WOUTERS, “Harmonisering van de regels betreffende openbare biedingen in de Europese Gemeenschap. Een transatlantisch perspectief op het voorstel voor een dertiende richtlijn”, *T.R.V.*, 1991, nr. 2, 5-6; K. LANNOO, *Corporate Governance in Europe. Report of a CEPS Working Party*, Brussel, CEPS, 1995, 13, tabel 3.

⁸⁶⁰ Zie in dit verband de grondige bespreking in M. EYSKENS, *Makelaar en agent in de bank-, beleggings- en verzekeringssector*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van Doctor in de Rechten, oktober 2006 (595 p.), 65-112.

⁸⁶¹ Bijvoorbeeld de zogenaamde Lombardische kredieten.

⁸⁶² C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag, 2004, (542 p.), 417.

⁸⁶³ Zie daaromtrent, met verwijzingen, C. DAMMERS en H. PARRY, “IPMA Regulation of the Primary Market in International Securities”, in: H. PARRY, T. LITTLE en M. TAYLOR (eds.), *Bond Markets : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 1999 (245 p.), 69-85.

⁸⁶⁴ T. LITTLE, “Regulation of the Bond Markets”, in: H. PARRY, T. LITTLE en M. TAYLOR (eds.), *Bond Markets : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 1999 (245 p.), 1-30, 2.

⁸⁶⁵ Zie daaromtrent A. WHITAKKER en G. MORSE, *The Financial Services Act 1986 – A Guide to the New Law*, Londen, Butterworths, 1987 (475 p.), onder meer op 1-5.

⁸⁶⁶ Bank of England Act 1988. Zie M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006, (942 p.), lxxxiii.

⁸⁶⁷ Idem, lxxxiii.

⁸⁶⁸ Cf. A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111, op 122. Mee als een gevolg daarvan kan een evolutie worden vastgesteld waarbij de traditionele Belgische prospectussen – vaak niet meer dan enkele tientallen pagina’s lang – werden vervangen door Angelsaksische prospectussen, gekenmerkt door aanzienlijk meer detail, meer juridisch-technisch jargon en meer voorzichtigheid, tot in het ridicule toe (122-124).

⁸⁶⁹ Zie vb. de overzichtstabel in E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in: X., *Liber Amicorum André Bruyneel* –

zogenaamde “Australische” model – waarbij, kort gezegd, afzonderlijke toezichthouders bestaan voor elk van de drie toezichtdoelstellingen, namelijk : systeem-, bedrijfseconomisch- en gedragstoezicht⁸⁷⁰ – en het “Engelse” model – waarbij de *Financial Services Authority (FSA)* bevoegd is zowel voor het bedrijfseconomische toezicht als voor het gedragstoezicht op alle financiële instellingen, en de centrale bank bevoegd blijft voor het systeemtoezicht⁸⁷¹. Het Belgische toezicht, dat reeds sinds het koninklijk besluit nr. 185 gekenmerkt was door een sterke centralisatie, werd in 2002 verder geïntegreerd op grond waarvan de vroegere *Controledienst voor de Verzekeringen* en de *Commissie voor het Bank- en Financiewezen* geïntegreerd werden in de huidige *Commissie voor het Bank-, Financie en Assurantiewezen (CBFA)* die daardoor bevoegd werd voor de gehele private financiële sector, inclusief de verzekeringsondernemingen en de pensioenfondsen⁸⁷². In Nederland werd, na een aanvankelijke omweg, in 2002 gekozen voor een toezicht dat niet meer sectorieel maar wel functioneel is opgesplitst⁸⁷³. De *Autoriteit Financiële Markten (AFM)* fungeert sinds 2002 als gedragstoezichthouder van de markten en ziet toe op een ordelijk en transparant marktproces en de bescherming van consumenten en beleggers, zoals de gedragsregels of de regels inzake openbare aanbiedingen van effecten⁸⁷⁴. In Frankrijk werd de hervorming van het toezicht ingeluid in 2000⁸⁷⁵ : de *Autorité des Marchés Financiers (AMF)* nam daarbij de bevoegdheden over die voorheen werden uitgeoefend door de *Commission des Opérations de Bourse (COB)*, de *Conseil des Marchés Financiers*, en de *Conseil de Discipline de la Gestion Financière*⁸⁷⁶. Ten slotte werd ook het toezicht in Duitsland geïntegreerd⁸⁷⁷. Zo kwam op basis van de *Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht (FinDAG)* van 22 april 2002 de *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)* in de plaats van de *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred)*, de *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)* en de *Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV)*⁸⁷⁸.

Synthèses de droit bancaire et financier, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109, op 125-126; F.R.H. VAN DER LEEUW, “Institutionalisering van de structuur van het toezicht op de financiële marktsector”, *V&O*, 1999, 78-80.

⁸⁷⁰ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag, 2004, (542 p.), 417; H.G. VAN EVERDINGEN, *Enige opmerkingen over de structuur van het toezicht op de financiële sector (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht)*, 1999, 3-33, en met name op 28; Kamerstukken II 1998-1999, 26, 466, nr. 1, 15.

⁸⁷¹ Idem, op 417; R.J. BOTTER, “Concentratie van het toezicht op de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk; de Financial Services Markets Act 2000. Een voorbeeld voor Nederland?”, *Ondernemingsrecht*, 2001, 54-58; Kamerstukken II 1998-1999, 26, 466, nr. 1, 15.

⁸⁷² E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109, op 109-110. Dergelijke integratie versterkte niet noodzakelijk de positie van de toezichthouder. Zie in dat opzicht A. BRUYNEEL, “Un jalon important dans l'histoire juridique de la CBFA?”, *Bank Fin. R.*, 2005, afl. 2, 143-144, op 144 : “[...] la CBFA, par la réforme de 2002, semblait avoir atteint le *quod plerumque fit* des compétences et des pouvoirs, malgré sa mise sous “coupole”. Peut-être était-ce une autre illusion. A l’avenir, confinée dans une approche stricte de ses missions légales, prisonnière d’une surréglementation financière qui à la fois l’arme et la gêne, elle devra se tourner encore plus souvent vers le législateur ou vers le Roi. Progrès véritable ou lourde servitude, protection efficace ou ralentie de l’investisseur?”

⁸⁷³ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag, 2004, (542 p.), op 418; Kamerstukken II 2001-2002, 28, 122, nr. 2. Zie tevens Kamerstukken II 2001-2002, 26, 466, nr. 6.

⁸⁷⁴ Idem, op 418.

⁸⁷⁵ Zie P.-H. CONAC, “La Fusion de la COB et du CMF”, in : H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE (eds.), *Mélanges AEDBF-France-III*, Banque éd., 2001 ; H. DE VAUPLANE en J.-P. BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, 3^e édition, Parijs, Litec, 2001, 117-119.

⁸⁷⁶ Idem.

⁸⁷⁷ Zie A. TROTT en H. GEIGER, *Integrierte Finanzaufsicht im internationalen Vergleich*, Working Paper, april 2006, nr. 42 (136 p.), 8 e.v.

⁸⁷⁸ Deze evolutie is overigens niet beperkt gebleven tot de vijf onderzochte jurisdicties. Relevant voor ons onderzoek is ook dat in Luxemburg de *Commission de surveillance du secteur financier* in 1998 werd opgericht, aan wie alle bestaande bevoegdheden van het *Institut monétaire luxembourgeois* (dat hernaamd werd als de Luxemburgse *Banque centrale*) en de *Commissariat aux bourses* werden overgedragen. Volledigheidshalve moet opgemerkt worden dat het *Commissariat aux assurances* bleef bestaan. Zie A. ELVINGER, “L’Evolution Législative de la Décennie 1993-2003”, in : ASSOCIATION LUXEMBOURGEOISE DES JURISTES DE BANQUE, *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 1, Brussel, De Boeck & Larquier, 2004 (478 p.), 8-9. De overdracht van bevoegdheden werd door de Luxemburgse wetgever

3.4.2. De achterliggende motieven

184. DE ACHTERLIGGENDE MOTIEVEN. Het FSAP biedt niet alleen antwoorden op de vragen van zijn tijd, zoals alle regelgeving is het zelf ook een kind van zijn tijd. Het FSAP is een product van het einde van de jaren negentig – gekenmerkt door een perceptie in de Europese Unie dat haar economie achterliep op een steeds sterker presterende economie van de Verenigde Staten. Dit wordt bevestigd door onder meer GRAHL EN TEAGUE : “[t]he FSAP as a strategy was conceived and initiated at a moment when the US economy enjoyed enormous prestige, as the consequence of an economic boom which was clearly extended and reinforced by a continuous and rapid escalation of share prices (Brenner 2003). Since the EU, and in particular the major EU economies of France, Germany and Italy, were much less dynamic, it was difficult in this context to counter the argument for financial modernization along American lines and, in any case, this argument seemed to be endorsed by virtually all political leaderships in the EU”⁸⁷⁹.

185. PRESTIGE VAN DE ECONOMIE VAN DE V.S. Dat “enorme prestige” van de economie van de Verenigde Staten lijkt als een soort ondertoon aanwezig te zijn in het FSAP. Zo waren verscheidene expliciete vergelijkingen opgenomen in het ontwerp FSAP⁸⁸⁰. Vreemd genoeg – en wellicht om politieke redenen – zijn deze expliciete vergelijkingen met de Verenigde Staten verwijderd in het definitieve FSAP, waarin de zinsnede “het concurrentievermogen van het bedrijfsleven van de EU als geheel te bevorderen” bijgevolg *in abstracto* en zonder vergelijkingspunt wordt gehanteerd⁸⁸¹. Nochtans hebben verschillende commentatoren – zoals in 2006 nog GREEN, de *General Counsel* van Citigroup Corporate and Investment Banking deze competitiviteit steeds begrepen als competitiviteit in vergelijking met de economie en van de Verenigde Staten⁸⁸². Bovendien bevatten documenten die in 1999 en 2000 opgesteld zijn in de marge van het FSAP – zoals het TWEDE VOORTGANGSVERSLAG

in het *exposé des motifs* als volgt gemotiveerd : “Juridiquement, l’indépendance que la Banque centrale doit posséder dans le domaine monétaire a pu être considérée comme incompatible avec le statut administratif d’une autorité de surveillance prudentielle qui exerce sa mission dans l’exécution des lois et dès lors sous la tutelle hiérarchique du ministre compétent” (Doc. Parl. 4468, 10 en *exposé des motifs*).

⁸⁷⁹ J. GRAHL EN P. TEAGUE, “Problems of Financial Integration in the EU”, *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021, 1017. Zie tevens R. KARMEL, “Appropriateness of Regulation at the Federal or State Level: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe”, 28 *Brooklyn J. Int’l L.* 2003, 495, op 547 “Impatience with the progress of financial market integration and a fear that the European capital markets were not sufficiently competitive with U.S. capital markets led to the Financial Services Action Plan and the Lamfalussy Report -initiatives that evidenced regulatory competition on an international level”.

⁸⁸⁰ Vgl. EUROPESE COMMISSIE, “Medeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten”, COM/98/0625def, op 5, voetnoot 3 : “De mate waarin het bedrijfsleven een beroep op schuldfinanciering doet, varieert van 50% in Nederland tot ruim 70% in Frankrijk, Duitsland en Italië en 80% in Spanje, tegen 20% in de Verenigde Staten”; op 10, voetnoot 6 : “De kapitalisatie van de aandelenmarkten in de EU (met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Nederland) zinkt in het niet in vergelijking met die in de Verenigde Staten (32% van het BBP in de EU, tegenover meer dan 100% in de VS)”; op 10, voetnoot 7 : “70% van de emissies in de EU komt voor rekening van veiliger activa (met een kredietwaardigheidsbeoordeling van Aa2 en hoger), terwijl dit percentage in de Verenigde Staten slechts 30% bedraagt. De totstandbrenging van een diepe en liquide markt voor bedrijfsobligaties in de EU zal de ontwikkeling van een segment met een hoger rendement mogelijk maken”; en op 12 : “Het aantal Europese ondernemingen met NYSE- en NASDAQ-noteringen in de Verenigde Staten is sedert 1990 vrijwel vervijfvoudigd tot bijna 250 in 1998, waarbij sprake is van een gecumuleerde marktkapitalisatie van circa 300 miljard \$. De druk neemt bijgevolg toe om de EU-richtlijnen met de internationale standaarden voor de verslaggeving in overeenstemming te brengen teneinde te vermijden dat verschillende standaarden moeten worden toegepast om afwijkende jaarrekeningen op te stellen”.

⁸⁸¹ Of zonder de concurrenten te definiëren : zie J. MOGG, “European Union Law Essay: Regulating Financial Services In Europe: A New Approach”, 26 *Fordham Int’l L.J.*, 2002, 58, op 58 (“main competitors”), hoewel deze auteur een pagina erna stelt : “This is one of the main reasons why levels of capitalization of European stock exchanges have remained considerably below those of the U.S. markets” (op 59). JOHN MOGG was Directeur-Generaal van de DG Interne Markt tussen 1993 en september 2002.

⁸⁸² E. F. GREEN, “Lecture: The Sixth Annual A.A. Sommer, Jr. Lecture On Corporate, Securities And Financial Law”, 11 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2006, 697, 703 : “The E.U. has made substantial progress in implementing the Financial Services Action Plan [...], its broad legislative agenda to create an integrated European market to be competitive with the U.S. market”.

(SECOND PROGRESS REPORT) – wel duidelijke aanwijzingen dat het vooral de economie (en in zekere mate ook de regelgeving)⁸⁸³ van de Verenigde Staten is die inspirerend heeft gewerkt⁸⁸⁴. In het verlengde daarvan hebben onder meer STOLTENBERG, LACEY, CRUTCHFIELD-GEORGE EN CUTHBERT opgemerkt dat, na de WORLDCOM en ENRON schandalen, de perceptie omsloeg in een kritische houding ten opzichte van de economische groei van de Verenigde Staten van de jaren negentig, een bedrijfscultuur van hebzucht en een gebrekkige regulering, en dit dan in tegenstelling tot de bedrijfscultuur in de Europese Unie. Europees commissaris BOLKESTEIN verzuchtte nog in 2002 dat de reguleringsinitiatieven van de Commissie ertoe zouden zorgen dat ENRON niet in Europa mogelijk zou zijn⁸⁸⁵ – een verzuchting die nog geen jaar later, met onder meer het PARMALAT schandaal genuanceerd moesten worden⁸⁸⁶. De vraag kan gesteld worden in welke mate het FSAP, mocht het in 2003 geschreven zijn, er nog hetzelfde zou hebben uitgezien⁸⁸⁷. Zoals uitdrukkelijk aangegeven in de literatuur is het foutief om een bepaald financieel systeem te beschouwen als ideaalbeeld dat kan gekopieerd naar andere systemen : “Had we been selecting an optimal financial system at the end of the 1980s when the Japanese system was at its peak, then our choice would have been very different from what we would have selected at the end of the 1990s. [...] This is important in the context of attempts by the European Commission to integrate European financial markets. There is a strong presumption [...] that outsider systems of the Anglo-American form are better suited to the needs of the European Union in the twenty-first century than insider arrangements. This may, indeed, be the case, but it is important to appreciate that there are costs associated with attempts to create liquid financial markets as well as benefits”⁸⁸⁸.

⁸⁸³ Vb. K. LANNOO en M. LEVIN, *European Financial Law-Making Beyond 2005*, CEPS, 2005 (www.ceps.be/Article.php?article_id=130): “The requirement for quarterly reporting in the draft transparency directive illustrates this point. One cannot avoid the impression that its insertion illustrates an eagerness to simply replicate what is in place in the most developed capital market in the world. Research however shows that the usefulness of quarterly reporting in the US remains unclear and that it strengthens investors’ biases without necessarily improving market quality”.

⁸⁸⁴ EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, 4 : “[...] in maart 2000 stonden in totaal 785 ondernemingen genoteerd aan de EASDAQ, AIM en Euro.NM, in vergelijking met 4 800 aan de NASDAQ. De kapitalisatie van deze drie markten bedroeg 1/17 van die van de NASDAQ. [Het] Europees risicokapitaal in aandelen, werd ook ver overtroffen door die in de VS: er werd ongeveer 7 miljard Euro in risicokapitaal, in vergelijking tot 12 miljard in de VS. Deze kloof werd in 1999 groter. De oprichting en financiering van snelgroeiende, kleine ondernemingen is essentieel voor de schepping van werkgelegenheid (zie Actieplan Risicokapitaal)”.

⁸⁸⁵ Toespraak van F. BOLKESTEIN, “The Financial Services Action Plan”, SPEECH/02/249, 3 juni 2002, 3 : “These accounting and auditing measures were already in preparation long before the Enron affair broke. But they are part of making sure Enron cannot happen here [...]”. Interessant in dit opzicht is ook J. COFFEE, “A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ”, in: J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 215 waarin wordt gesteld dat de verschillen inzake financiële schandalen eventueel zouden kunnen teruggebracht worden op het onderscheid tussen een “dispersed ownership system” en een “concentrated ownership system” en, mogelijkerwijze, een daardoor mee verschillende rol van de “gatekeepers”, zoals de revisoren (die volgens deze auteur een meer centrale en prominente rol zouden spelen in een systeem met een verspreid eigendom) (zie 217).

⁸⁸⁶ C. STOLTENBERG, K. A. LACEY, B. CRUTCHFIELD-GEORGE, en M. CUTHBERT, “A Comparative Analysis of Post-Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404”, 53 *Am. J. Comp. L.*, 2005, 457, op 474; E. MOSSOS, “Sarbanes-Oxley Goes To Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron”, 13 *Currents Int’l Trade L.J.*, 2004, 9, op 9-10; impliciet, R. G. BARRESI, “The Impact Of Monetary Union And The Euro On European Capital Markets: What May Be Achieved In Capital Market Integration”, 28 *Fordham Int’l L.J.*, 2005, 1257, 1264-1265 en 1278 (waarbij het FSAP door deze auteur eveneens in de context van de EMU wordt geplaatst).

⁸⁸⁷ R. KARMEEL, “Appropriateness of Regulation at the Federal or State Level: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe”, 28 *Brooklyn J. Int’l L.* 2003, 495, op 532.

⁸⁸⁸ C. MAYER en O. SUSSMAN, “The Assessment : Finance, Law, And Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 457-466, 465.

3.4.3. De convergerende belangen

186. DE CONVERGERENDE BELANGEN. Een dergelijke snelheid in omvattend regelgevend werk kan ook enkel bereikt worden indien de hoofdrolspelers dezelfde richting uitgaan. Economisten FREIXAS, HARTMANN EN MAYER vermelden uitdrukkelijk de invloed van lobbygroepen, die aanvankelijk de dynamiek van het FSAP trachtten tegen te gaan⁸⁸⁹; het is evenwel duidelijk dat deze hebben gefaald. Een historische analyse van de belangen van de diverse hoofdrolspelers (gedefinieerd als de hoofdrolspelers die als tegenkracht kunnen gelden), leert dat de belangen op het einde van de jaren negentig convergeerden. In 1999 was er niet alleen (de perceptie van) een steeds sterker presterende Noord-Amerikaanse economie, er was bovendien ook een Europese Commissie die toe was aan haar volgende project – na het uitermate geslaagde project van de EMU, waarvan de cruciale, tweede fase in 1999 was afgesloten⁸⁹⁰.

187. PASSENDE OGENBLIK IN 1999. In 1999 kwam het FSAP net op het passende ogenblik om de Europese Commissie – en in het bijzonder de DG Interne Markt – op korte tijd prestige, aanzien en macht te bezorgen⁸⁹¹. Daarnaast waren een aantal grotere “nationale” marktspelers opgestaan uit de consolidatiebeweging binnen de financiële sector van de jaren negentig⁸⁹². Gezien deze consolidatiegolf vooral binnen eenzelfde lidstaat plaatsvond en grensoverschrijdende fusies of overnames relatief weinig hadden plaatsgevonden⁸⁹³, vormde de in het FSAP voorgestelde verdere integratie een mogelijkheid om diensten (makkelijker) grensoverschrijdend aan te bieden⁸⁹⁴. De Europese Commissie, gesteund door de Europese Raad, en in nauwe consultatie met de financiële dienstensector, was de drijvende kracht achter het opzetten en het succes van het FSAP.

⁸⁸⁹ X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, nr. 4, 475-489, 479 : “This was achieved after a slow start, as lobbies adversely affected by the proposed directives attempted to impede the preparation of legislation. In the process they also caused a few initiatives to change sufficiently for doubts to be cast about whether they achieved the plan's objectives”.

⁸⁹⁰ R. G. BARRESI, “The Impact Of Monetary Union And The Euro On European Capital Markets: What May Be Achieved In Capital Market Integration”, 28 *Fordham Int'l L.J.*, 2005, 1257, 1258-1265 en 1291-1308.

⁸⁹¹ R. VAN DEN BERGH, “Regulatory competition or harmonization of laws? Guidelines for the European regulator”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 27-49, 37 : “Also bureaucrats serve their self-interest by maximizing their budget or increasing their status and improving the quality of work”; zie tevens G. AMATO en L. LAUDATI, “The protection of public interests and regulation of economic activities”, in : F. SNYDER (ed.), *The Europeanisation of Law : The Legal Effects of European Integration*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (348 p.), 154-155, en verwijzingen aldaar.

⁸⁹² Zie EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, 4 : “Sedert 1995 zijn meer dan 1.300 nieuwe gevallen gemeld van binnenlandse groepen die zich zijn gaan bezighouden met bank-, effecten- en verzekeringsdiensten. Het betrof hier hoofdzakelijk binnenlandse aangelegenheden alhoewel grensoverschrijdende conglomeraten opgedoken zijn in Scandinavië en de Benelux. In vijf lidstaten (België, Spanje, Nederland, Portugal en Zweden) is meer dan twee derde van de activa van nationale banken in handen van banken die deel uitmaken van een financieel (bank/verzekering) conglomeraat. In vier lidstaten (Frankrijk, Finland, Spanje en Ierland) wordt meer dan 50% van de levensverzekeringsproducten verstrekt door verzekeringsmaatschappijen die deel uitmaken van bankgroepen. [...] Het aandeel van bankactiva die in handen zijn van de 20 grootste banken van Europa is gestegen van 35% in 1997 tot 41% begin 1999. Fusies en overnames in de EU zijn grotendeels binnenlandse aangelegenheden: bij 24 van de 190 fusies en overnames in de banksector in de EU die tijdens de eerste helft van 1999 plaatsvonden, was een buitenlandse bank betrokken (waarvan 19 uit derde landen)”.

⁸⁹³ Idem.

⁸⁹⁴ DEUTSCHE BANK, “FSAP Evaluation Part I: Process and implementation – Response by Deutsche Bank AG”, ongedateerd, op 2 : “[...] the FSAP enjoyed a strong backing of stakeholders, especially from the financial services industry”. Cf. ook, in een Amerikaanse context R. KARMEL, “Appropriateness of Regulation at the Federal or State Level: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe”, 28 *Brooklyn J. Int'l L.*, 2003, 495, op 522 : “The securities industry generally favors national regulation rather than regulation by 50 states. The Securities Industry Association took the position that “the U.S. needs a national securities framework from which to work, not a patchwork”.

188. REMMENDE KRACHTEN? Maar wat met de remmende krachten? PEARSON, één van de *head of units* van de DG Internal Market onderlijnde in 2001 dat het succes van het FSAP afhing van een samenwerking niet alleen tussen de Europese instellingen⁸⁹⁵ – de Commissie, Raad en het Parlement – maar ook van de continue steun van de industrie alsook de consumenten⁸⁹⁶. De rol van het Europese Parlement is reeds aan bod gekomen; hier moet niettemin onderzocht worden wat de rol is van de consumenten (en de organisaties die de consumenten zouden moeten vertegenwoordigen) in het FSAP. In een werkdocument met betrekking tot een evaluatie van de Lamfalussy methode merkte de Commissie op dat consumenten doorgaans slecht vertegenwoordigd werden in de consultaties omtrent hervormingen⁸⁹⁷. Op basis van twee publiek beschikbare lijsten van verenigingen, instellingen en ondernemingen die deel hebben genomen aan consultaties van 2005 in verband met het Lamfalussyproces en het Witboek Financiële Diensten (2005-2010) bleek dit inderdaad het geval : in de ene consultatie was er van de 27 deelnemers slechts 1 die specifiek consumenten vertegenwoordigde (1/27)⁸⁹⁸; in de andere waren dat er 3 op 138 (1/48)⁸⁹⁹.

3.4.3. De toegenomen techniciteit

189. DE TOEGENOMEN TECHNICEIT VAN DE MATERIE. We hebben hierboven reeds verwezen naar de Dienstenrichtlijn. De materie die het FSAP regelt is van een aanzienlijke techniciteit. Hoewel aan het FSAP en de hoger geciteerde Dienstenrichtlijn fundamenteel dezelfde doelstellingen én veronderstellingen ten grondslag liggen, heeft de éne niet, en de andere wel tot een aanzienlijk publiek debat geleid⁹⁰⁰. Dat beide Europese regelgevingsprojecten gemeenschappelijke doelstellingen hebben, blijkt reeds uit het feit dat beiden geformuleerd zijn in het kader van de Lissabon agenda⁹⁰¹. In de

⁸⁹⁵ Idem, op 2 : “[...] the high degree of co-operation between the Institutions led to an on average much shorter period for the adoption of the regulatory measures”. Zie tevens F. BOLKESTEIN : “This report shows we are making good progress. As we approach the target date, the Council, the European Parliament and the Commission need to continue to demonstrate the political will to work together and strike the necessary compromises, in a climate of confidence and trust” (F. BOLKESTEIN, “Financial services: latest report highlights sustained progress in integrating EU capital markets”, IP/02/1785, 2 december 2002, op 1).

⁸⁹⁶ P. PEARSON, “The European Commission's Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 26, nr. 3, juli 2001, 329-333, 333 : “Together, the European institutions, Commission, Council and Parliament should respond to the challenge of delivering its measures with determination. The continued support and involvement of industry and consumers is vital for a successful outcome”.

⁸⁹⁷ EUROPESE COMMISSIE, “Commission staff working document the application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation – A preliminary assessment by the Commission services”, 15 november 2004, SEC(2004)1459, op 12, nr. 39 : “The Lamfalussy report recommended that the Commission consult market participants and end-users – both issuers and consumers. Consumers, however, have been less well represented in consultation processes than market participants, issuers and institutional investors. The report of the FIN-USE Group19, set up by the Commission, recommends effective involvement and representation of the user perspective at all levels of policymaking including vis-à-vis the Commission, the Lamfalussy committees and national regulators. The Commission services will consider how better to ensure that their views are taken into account. One possibility would be for CESR and its counterparts [...] to provide technical briefings to consumer associations on issues which affect consumers, to enable them to better contribute to consultation”.

⁸⁹⁸ Zie http://forum.europa.eu.int/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/lapplication_lamfalussy&vm=detailed&sb=Title.

⁸⁹⁹ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/annex_3_en.pdf.

⁹⁰⁰ Zo vb. in de populaire pers (vb. S. MCGIFFEN, “Editorial: The Directive That Came From Hell”, 28 januari 2005) of in andere sectoren (zoals de medische sector, zie vb. D. ROWLAND, D. PRICE en A. POLLOCK, “Implications of the draft European Union services directive for health care”, *Lancet*, 10 februari 2004, vol. 364/9441, 1200-1202).

⁹⁰¹ I.v.m. het FSAP : zie hierboven; i.v.m. de Dienstenrichtlijn : zie het Gewijzigd voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 4 april 2006, COM/2006/160def, op 2 : “Het voorstel maakt deel uit van het proces van economische hervormingen dat in het kader van de Lissabonstrategie in gang is gezet”. Zie verder considerans nr. 4 van het Gemeenschappelijk Standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 17 juli 2006, 2004/0001 (COD) : “Het Europees Parlement en de Raad hebben benadrukt dat het [wegnemen] van de juridische belemmeringen voor de totstandbrenging van een echte interne markt een prioriteit is voor de verwezenlijking van het doel van de Europese Raad van Lissabon van 23 en 24 maart 2000 om de werkgelegenheid en de sociale cohesie te verbeteren en te komen tot een duurzame economische groei om van de Europese Unie tegen 2010 de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van

toelichting bij het gewijzigde voorstel van 4 april 2004 stelt de Commissie uitdrukkelijk dat essentieel beoogd wordt om een “echte interne markt voor diensten tot stand [te] brengen”, de “rechten van consumenten als gebruikers van diensten [te] versterken” en de “wettelijke verplichtingen voor de lidstaten [te] creëren met het oog op doeltreffende administratieve samenwerking”⁹⁰². Op 24 juli 2006 is daar bovendien – als gevolg van het gemeenschappelijk standpunt van de Raad – ook nog de “versterking van de basis voor economische groei en werkgelegenheid in de EU” aan toegevoegd⁹⁰³. Gezien dat laatste precies de basis van de Lissabon agenda is, is dat een cosmetische toevoeging, voor politieke doeleinden. Wat verklaart dan het verschil van politieke (en publieke) reactie tussen het FSAP en de Dienstenrichtlijn? Het kan een verklaring zijn dat het precies omwille van het uitermate technische karakter van het FSAP is dat de leden van het Europees Parlement – maar ook leden van de nationale Parlementen – alsook nationale regeringen, drukingsgroepen, pers, enz. de volle omvang van het FSAP niet konden begrijpen.

190. INVOERING VAN THEMAGEBONDEN TECHNISCHEIT. Er is daarnaast nog een andere reden waarom het technische karakter van het FSAP o.i. niet heeft geleid tot een vertraging van het besluitvormingsproces. Door de besprekingen van meet af aan “op te splitsen” in thema’s, met parallelle “issues papers” en afzonderlijke “forum groups of market experts” heeft de Commissies binnen de algemene techniciteit van de materie, nog bijzondere “themagebonden techniciteit” gebracht. De materies waren zo specifiek opgesplitst dat men als het ware expert behoort te zijn in dat deelgebied om zowel de problemen van de huidige regelgeving als de gewenste voordelen van regelgevende alternatieven te zien. Bovendien was deze “themagebonden techniciteit” gekoppeld aan een “parallele” aanpak, waarbij de diverse hervormingen gelijktijdig werden voorbereid, met strikte deadlines. Wellicht heeft dergelijke paralthemagebonden aanpak niet de bedoeling gehad om mogelijke politieke tegenstand te “versnipperen” – geldige redenen konden bijvoorbeeld de spoed, middelen, een doelgebonden organisatie van de Commissie of gewoonweg het vereiste niveau aan specificiteit zijn – maar niettemin kon het, gekoppeld aan deadlines, mee ook verklaren dat voor dergelijke ingrijpende totaalhervorming betrekkelijk weinig tegenstand is gekomen⁹⁰⁴.

3.3.4. De ondertoon van liberalisering

191. DE ONDERTOON VAN LIBERALISERING. Een laatste verklarende factor voor het succes van het

de wereld te maken met meer en betere banen. De opheffing van deze belemmeringen, waarbij een hoog niveau van het Europese sociale model gewaarborgd moet blijven, is dus een fundamentele voorwaarde voor het overwinnen van de moeilijkheden die zich bij de uitvoering van de Lissabon-Strategie voordoen en voor de heropleving van de Europese economie, vooral wat betreft de werkgelegenheid en de investeringen [...]”(EUROPESE COMMISSIE, Mededeling aan het Europees Parlement krachtens artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag inzake het gemeenschappelijk standpunt van de Raad met het oog op de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, COM/2006/424def). Zie verder ook het Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het (eerdere) “Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt”, COM(2004)2def, *Pb. C.*, 8 september 2005, afl. 221, 113-125, nr. 2.1. Zie eveneens het Advies van het Comité van de Regio's over het “Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt”, *Pb. C.*, 18 februari 2005, afl. 43, 18-22, nr. 2.1.

⁹⁰² Gewijzigd voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 4 april 2006, COM/2006/160def, 2-3.

⁹⁰³ EUROPESE COMMISSIE, Mededeling aan het Europees Parlement krachtens artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag inzake het gemeenschappelijk standpunt van de Raad met het oog op de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, COM/2006/424def, op 2.

⁹⁰⁴ Een zekere mate aan autoriteit voor deze stelling kan gevonden worden in DEUTSCHE BANK, “FSAP Evaluation Part I: Process and implementation – Response by Deutsche Bank AG”, ongedateerd, op 2 : “[...] it also proved beneficial to attach priority levels to individual FSAP components. [...] We are also convinced that it was, on balance, useful to give a deadline to the FSAP process. While this has, at times, created time pressures – some, but not all of which have been handled pragmatically – it has also created a necessary sense of urgency without which the process would not have been completed on time”. Zie tevens omtrent de invloed van het IMF: D. SINGH, “The Role of the IMF and World Bank in Financial Sector Reform and Compliance: An Outline”, *European Business Law Review*, 2007, 18, 1395.

FSAP is de toenemende tendens van liberalisering. In het volgend deel gaan we dieper in op veronderstellingen achter het FSAP. Ongeacht dergelijke veronderstellingen – en ongeacht of de grondslagen waarop ze gebaseerd zijn juist of fout zijn – lijkt er mondiaal een tendens van liberalisering waarneembaar. Zoals hierna verder wordt aangetoond, uit de ideologische ondertoon van liberalisering zich in de fundamentele veronderstellingen waarop het FSAP is gebouwd (zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdelingen 4 en 5*). Mogelijks zorgde deze ideologische ondertoon ervoor dat het FSAP, aanvankelijk zonder enige empirische of theoretische bewijzen van voordelen of nut, werd onderschreven door de EUROPESE RAAD VAN LISSABON. In een andere context (met name de financiële liberalisering in Zuid-Korea) wees de economist KWON op de verregaande impact en doorsijpeling van de ideologie inzake liberalisering⁹⁰⁵. Volgens deze theorie beïnvloedt liberalisering op verscheidene wijzen het beleidsdenken, en zo ook de regelgeving. Uiteindelijk ontstaat bij beleidsmakers een – als vanzelfsprekend geacht – idee dat meer liberalisering economisch voordelig is. Ook hier kan een mogelijke verklaring gevonden worden voor het succes van het FSAP, gezien onder de nationale regeringen een “virtuele unanimiteit”⁹⁰⁶ bestond dat een volledige herregulering – en zoals we verder zullen zien, liberalisering – vereist was om de Lissabon doelstellingen te halen⁹⁰⁷.

3.5. TUSSENTIJD BESLUIT

De vaststellingen van vorige afdeling leidde ons tot de vraag welke de “drijvende krachten” waren die ertoe hebben geleid dat op het einde van de jaren negentig het FSAP werd voorgesteld en op enkele jaren tijd een ongezien succes is geworden. Drie mogelijke verklaringen werden onderzocht. Zo kon het FSAP worden beschouwd als een “noodzakelijk antwoord” op de vragen van zijn tijd (de crisis van de instellingen op het einde van de vorige eeuw en externe factoren, zoals de globalisering, de EMU en

⁹⁰⁵ E. KWON, “Financial Liberalization in South Korea”, *Journal of Contemporary Asia*, 2004, vol. 34, nr. 1, 70-101, 93 : “Korean financial liberalization has been influenced by several actors and environmental factors in the international financial system. At the domestic level, the elite group who studied in the United States, and was influenced by the neo-liberal school (Washington Consensus) and the KDI, constructed the foundation of the financial liberalization in the early 1980s. Chaebols were another important actor as one of the strong interest groups. [...] As the chaebol became a global business firm in the period from the 1980s-1990s, they strongly demanded financial liberalization and free access to international financial resources. In the external system level, the United States has always pressed the Korean government for financial liberalization. The fundamental reason for these pressures resulted from the domestic interest of Wall Street's financial institutions and its huge amounts of money and financial capital. The United States' pressure was delivered to the Korean government through several channels, summit meetings, U.S. government officials' visits, Financial Policy Talks, several academic seminars, etc.). Moreover, the United States utilized international organizations and multilateral agreements international organizations and multilateral agreements for financial liberalization. [...] The IMF has also functioned as another strong financial actor to implant a full financial liberalization to Korea through the bailout negotiation”.

⁹⁰⁶ Cf. J. KRÜGER-JACOB (Bündnis 90/Die Grünen), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), *Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung*, 16197 : “Mit diesem Gesetz wird nicht nur einfach eine EURichtlinie umgesetzt, sondern, das möchte ich abschließend noch einmal betonen, es wird eine Regelung geschaffen, die den Finanzplatz Deutschland stärkt und dazu beitragen wird, Arbeitsplätze und Wertschöpfung in Deutschland zu sichern”. Cf. tevens V. WISSING (FDP) : “ Wir haben zusammen beraten, zusammen beschlossen und zusammen abgestimmt. Ich möchte mich deshalb an dieser Stelle ausdrücklich bei den Kolleginnen und Kollegen der anderen Fraktionen sowie dem Bundesministerium der Finanzen für die sachliche und konstruktive Zusammenarbeit bedanken. [...] Gemeinsam haben wir versucht, den Anliegen aller von dem Gesetzentwurf Betroffenen gerecht zu werden. Der Finanzstandort Deutschland sollte gestärkt, der Schutz der Anleger gewährleistet und die Arbeitsplätze im Bankengewerbe sollten gesichert werden. Der vorliegende Gesetzentwurf wird meines Erachtens all diesen Anforderungen gerecht” (eveneens op 16197).

⁹⁰⁷ J. GRAHL en P. TEAGUE, “Problems of Financial Integration in the EU”, *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021, 1010 : “The legal status of the FSAP gives it exceptional priority. It is seen as a series of measures to complete the internal market and as thus fully within EU competence and to be determined only by qualified majority voting (QMV). (It is the Directorate-General for the Internal Market which has responsibility for the plan.) As argued below, the implications of financial integration are vast and it would surely have been possible for member state governments to claim that in certain respects it overstepped the competence of the EU. This did not happen in general because there was virtual unanimity on the need for the comprehensive modernization it was hoped the plan could bring about (although, as will be seen, on the issue of takeovers there has been decisive member state resistance)”.

technologische ontwikkelingen). O.i. verklaart dat evenwel nog niet waarom het FSAP het aanslepende harmonisatieproces van de afgelopen decennia heeft doorbroken en omgebogen in een spectaculair reguleringssucces. Als tweede mogelijke verklaring hebben we daarom het effect van de Lamfalussy-methode onderzocht. Echter, ook deze verklaring riep de meer fundamentele vraag op waarom de Lamfalussy-methode aanvaard werd en hoe deze methode de voorheen bestaande tegenkrachten heeft kunnen neutraliseren. Dat laatste bracht ons bij een derde verklaringspoging die stoelt op een analyse van de drijvende krachten en de tegenkrachten met betrekking tot de regulering van dit domein. Als drijvende krachten achter het succes van het FSAP werden niet alleen de gewijzigde markten geïdentificeerd, maar ook de achterliggende motieven en de convergerende belangen van de diverse spelers, alsook de aanzienlijke techniciteit van de materie en een ideologische ondertoon van liberalisering, die allen ervoor hebben gezorgd dat de traditionele tegenkrachten – de nationale lidstaten of de “national champions” in een lidstaat – werden geneutraliseerd, en dit in de veronderstelling dat het FSAP zou leiden tot meer groei en werkgelegenheid. In de volgende afdeling onderzoeken we deze veronderstelling.

AFDELING 4. IDENTIFICATIE VAN DE VERONDERSTELLINGEN ACHTER DE HARMONISATIEBEWEGING

4.1. OPZET

192. HET CRITERIUM : MÉÉR GROEI EN MÉÉR WERKGELEGENHEID. Uit de vorige afdelingen bleek dat de centrale doelstelling van het FSAP – het creëren van meer groei en meer werkgelegenheid – samen met enkele drijvende factoren heeft geresulteerd in een spectaculair succes inzake regelgeving. Ongeacht dit succes, lijkt het o.i. voor ons onderzoek essentieel om een juist begrip te vormen op welke wijze de harmonisatiebeweging van het FSAP – waarvan de Prospectusrichtlijn een belangrijk onderdeel vormt – precies tot deze economische groei leidt⁹⁰⁸. Intuïtief zal uiteraard veel afhangen van de correcte omzetting van de Europese richtlijnen in nationale wetgeving en de uniforme afdwinging van de geharmoniseerde regels door de nationale toezichhoudende overheden⁹⁰⁹, maar meer fundamenteel rijst ook de vraag of het FSAP zelf werkt. Met andere woorden is de centrale vraagstelling de volgende : is het correct, dat in de veronderstelling dat het FSAP volledig is uitgevoerd en correct wordt omgezet en toegepast door alle lidstaten, meer groei en werkgelegenheid zal worden gecreëerd? Deze vraag wordt in de hiernavolgende afdeling onderzocht.

4.2. DE VERONDERSTELLINGEN VAN HET FSAP

193. DE VERONDERSTELLINGEN VAN HET FSAP. Het FSAP stelt dat “[m]et de invoering van de euro doet zich immers een unieke gelegenheid voor om de EU toe te rusten met een modern financieel apparaat dat ertoe moet bijdragen dat de kapitaalkosten en de kosten van de financiële intermediatie tot een minimum beperkt blijven. Dit zal niet alleen aanzienlijke voordelen opleveren voor zowel ondernemingen als huishoudens die van financiële diensten gebruik maken, maar ook aan de investeringen en de werkgelegenheid in de Unie als geheel ten goede komen”⁹¹⁰. Dit komt overeen met de Lissabon doelstellingen waarin uitdrukkelijk gesteld werd dat : “[e]fficiënte en transparante financiële markten dragen bij tot groei en werkgelegenheid door een betere allocatie van kapitaal en lagere kapitaalkosten”⁹¹¹. De idee daarachter is dat efficiënte en transparante financiële markten een essentiële rol spelen “bij het stimuleren van nieuwe ideeën, het ondersteunen van een gunstig ondernemingsklimaat en het bevorderen van toegang tot en gebruik van nieuwe technologieën”⁹¹² en dat efficiënte markten voor risicokapitaal bovendien een belangrijke rol spelen “bij de ontwikkeling van

⁹⁰⁸ Dat wordt, wat de integratie van markten betreft, onder meer benadrukt door de denktank van de DEUTSCHE BANK die in een rapport van 2004 stelt dat het de mening deelt dat de Europese kapitaalmarkten meer geïntegreerd raken, maar dat evenwel voorzichtigheid aan de dag moet worden gelegd voor wat betreft de causaliteit met het FSAP. Zie DEUTSCHE BANK, “Financial Services Action Plan: Progress and Prospects - Comments by Deutsche Bank AG”, 10 september 2004 (14 p.), 8, nr. 24.

⁹⁰⁹ Dit zal het voorwerp uitmaken van onze analyse in *Deel 2*.

⁹¹⁰ FSAP, op 3. Zie tevens drie andere passages in het FSAP omtrent het verband tussen de voorgestelde maatregelen en een toenemende werkgelegenheid en groei: “De Europese Raad heeft in dit verband niet alleen gewezen op het belang van de financiële dienstensector als motor voor groei en werkgelegenheid, maar ook op het feit dat het hoofd moet worden geboden aan de nieuwe uitdagingen die de invoering van de eenheidsmunt met zich meebrengt” (op 3), “In de door de Europese Raad van Cardiff onderschreven mededeling van de Commissie, getiteld “Risicokapitaal: sleutel voor de schepping van werkgelegenheid in de EU”⁶, wordt erop gewezen dat Europa wegens zijn onderontwikkelde risicokapitaalmarkten reeds tal van kansen op het gebied van investeringen en werkgelegenheid heeft gemist” (op 6); “In de door de Europese Raad van Cardiff onderschreven mededeling van de Commissie, getiteld “Risicokapitaal: sleutel voor de schepping van werkgelegenheid in de EU”⁶, wordt erop gewezen dat Europa wegens zijn onderontwikkelde risicokapitaalmarkten reeds tal van kansen op het gebied van investeringen en werkgelegenheid heeft gemist” en “Aangezien pensioenfondsen als een gemakkelijk toegankelijke bron van langlopend kapitaal zullen fungeren, zullen zij eveneens de stroom van voor particuliere investeringen beschikbare middelen (en op deze wijze ook de werkgelegenheid en de groei) stimuleren” (op 8).

⁹¹¹ Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 20.

⁹¹² Idem, nr. 20.

innoverende, sterk groeiende [KMO]-ondernemingen en het creëren van nieuwe en duurzame banen”⁹¹³. Zonder uitdrukkelijk aan te geven dat dergelijke efficiënte en transparante financiële markten impliceren dat deze geïntegreerd zijn, stellen de Lissabon doelstellingen dat het “essentieel [is] de door de euro geboden mogelijkheden aan te grijpen om de integratie van de financiële markten van de EU verder door te voeren”⁹¹⁴. Deze passage identificeert niet alleen de centrale doelstelling van het FSAP – namelijk de creatie van groei en werkgelegenheid – maar ook de centrale veronderstelling die het FSAP schraagt, namelijk dat een vergrote efficiëntie en integratie van de financiële markten zal resulteren in groei en in meer werkgelegenheid. Zo stelde de voormalige voorzitter van de Europese Commissie, PRODI, in juni 2002 dat de integratie van de kapitaalmarkten zou leiden tot substantiële macroeconomische voordelen voor de Europese Unie : aangezien hierdoor de kapitaalkosten zullen dalen, zal het BNP stijgen, en zal daardoor werkgelegenheid worden gecreëerd⁹¹⁵. BOLKESTEIN, die, als lid van de Europese Commissie voor de DG Interne Markt tussen 2000 en 2005 bevoegd was, verklaarde in december 2002 dat de voordelen van een verdere integratie van de financiële markten aanzienlijk zijn, en onder meer inhouden dat het vertrouwen zal toenemen, economische groei zal verwezenlijkt worden, meer jobs gecreëerd worden, en de welvaart zal toenemen; hierdoor zal de economie van de Europese Unie meer concurrentieel, efficiënt en innovatief worden, en de kansen verhogen dat de economie van de Europese Unie de meest dynamische en competitieve economie van de wereld is in 2010 :

“[t]he FSAP is a motor for growth”⁹¹⁶.

Op te merken valt evenwel dat begin 2004 BOLKESTEIN deze redenering voorzichtiger en beperkter herformuleerde. Zo leidt het FSAP niet meer noodzakelijk tot méér jobs, maar vergemakkelijkt ze de tewerkstelling. In die optiek is het FSAP er namelijk op gericht om een aantal commerciële vrijheden te garanderen, en met name om de vrijheid van markspelers te waarborgen dat zij financiële instrumenten grensoverschrijdend kunnen aankopen en verkopen, om de vrijheid te waarborgen dat ondernemingen in andere lidstaten kapitaal kunnen oprapen op basis van de documenten die in de eigen lidstaat hebben opgesteld, en de vrijheid voor financiële instellingen om diensten aan consumenten binnen de Europese Unie te leveren onder dezelfde voorwaarden als zij dat op hun thuismarkt kunnen doen. Op deze wijze wordt volgens BOLKESTEIN mededinging en keuze verbeterd, investeringen aangewakkerd en tewerkstelling “vergemakkelijkt”⁹¹⁷. Ten slotte kan men opmerken dat deze veronderstelling moet worden aangevuld met een tweede veronderstelling die nergens expliciet maar wel impliciet in het FSAP en de Lissabon doelstellingen aanwezig is, namelijk dat *regulering* – en in het bijzonder harmonisatie – de efficiëntie en integratie van de financiële markten kan vergroten⁹¹⁸.

⁹¹³ Idem, nr. 20. In de authentieke Nederlandse tekst was “KMO” vertaald als “MKB”.

⁹¹⁴ Idem, nr. 20.

⁹¹⁵ R. PRODI, “The Financial Services Action Plan”, SPEECH/02/248, 3 juni 2002, op 2 : “An integrated capital market will be of great macroeconomic benefit to the EU. The cost of capital will fall - so GDP will rise. Some say by half of one percent a year, on a sustainable basis. If GDP increases, so will jobs as well. But most importantly, delivering this Plan matters to every European citizen. There are major social benefits and we must spread this message much more widely. People will get better value from the biggest investments they make in their lives”.

⁹¹⁶ EUROPESE COMMISSIE, “Financial services: latest report highlights sustained progress in integrating EU capital markets”, IP/02/1785, 2 december 2002, op 1.

⁹¹⁷ F. BOLKESTEIN, “Learning the lessons of the Financial Services Action Plan – Address at Edinburgh Finance and Investment Seminar”, SPEECH/04/50, 29 januari 2004, 2 : “The FSAP is about giving effect to a range of commercial freedoms the freedom for market participants to buy and sell financial instruments freely across borders; the freedom to raise capital in other Member States on the basis of domestic financial disclosure documents; the freedom for financial institutions to provide services to EU consumers on the same terms and conditions as they do domestically. The FSAP is about enhancing competition and choice. Delivering efficiency gains. Fuelling investment. And facilitating job-creation”.

⁹¹⁸ Zie verder hierna in deze afdeling. Vgl. tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 38 : “The policy underlying the European Union’s approach to securities markets regulations is based on two assumptions. First, a perception that the securities markets in the EU are too fragmented. Secondly, a determination embodied in the Financial Services Action Plan that the different norms

4.3. DE MOEILIJKE ZOEKTOCHT NAAR EEN LEGITIMATIE

4.3.1. Afwezigheid van economische legitimatie in het FSAP

194. AFWEZIGHEID VAN ECONOMISCHE LEGITIMATIE IN HET FSAP. Het FSAP wordt vreemd genoeg gekenmerkt door een afwezigheid van een verifieerbare economische legitimatie op twee niveaus. Ten eerste bevat het geen verifieerbare economische legitimatie dat de basisveronderstellingen van het FSAP correct zijn. Dat de voorgestelde verhoging van de efficiëntie en transparantie (en de daarin besloten verdere integratie) van de Europese financiële markten zou leiden tot meer economische groei en een verhoging van de werkgelegenheid, wordt nergens aangetoond. Er wordt bovendien ook geen poging ondernomen dat te proberen te bewijzen. Ten tweede wordt in het FSAP ook niet aangetoond dat de voorgestelde maatregelen leiden tot meer efficiëntie en transparantie. Uiteraard schiep het FSAP slechts een kader, en kon verwacht worden dat een economische legitimatie later maatregel per maatregel zou volgen, maar verscheidene commentatoren – zoals LANNOO EN LEVIN en DEUTSCHE BANK – hebben gewezen op de afwezigheid van kosten-baten analyses van de voorgestelde maatregelen⁹¹⁹.

4.3.2. Zoektocht naar een economische legitimatie in het FSAP (aanvang)

195. DE ZOEKTOCHT NAAR EEN ECONOMISCHE LEGITIMATIE (AANVANG). Blijkbaar begon de zoektocht naar een economische legitimatie van het FSAP pas na de publicatie van de definitieve tekst van het FSAP. Op 29 november 1999 werd in het EERSTE VOORTGANGSVERSLAG (FIRST PROGRESS REPORT) vooropgesteld dat het daaropvolgende vooruitgangsrapport een evaluatie zou bevatten niet alleen van de vooruitgang, richting en resultaten van de integratie van de financiële sector, maar ook van *de impact die dergelijke integratie zal hebben op de groei en tewerkstelling van de Europese Unie*⁹²⁰. Op 30 mei 2000 werd dit TWEDE VOORTGANGSVERSLAG (SECOND PROGRESS REPORT) gepubliceerd. Dit verslag bevat twee soorten legitimaties van het FSAP : een politieke – waar verwezen naar de politieke justificatie door de EUROPESE RAAD VAN LISSABON die twee maanden daarvoor had plaatsgevonden – en een economische legitimatie. Waar men echter een empirische studie had verwacht, komt deze economische legitimatie niet verder dan de volgende passage : “[m]oderne financiële markten die ruim toegankelijk zijn voor alle ondernemingen, kunnen bijdragen tot de opkomst van een nieuwe generatie ondernemers en tot de schepping van werkgelegenheid: de ondernemingen die genoteerd staan aan de Europese effectenbeurzen voor kleine ondernemingen, gaven in de periode van 1996 tot begin 1999 een gemiddelde stijging van de werkgelegenheid van 40 % (Neuer Markt) en 47 % (Nouveau Marché) te zien. Het aantal ondernemingen op deze markten is echter nog steeds klein: in maart 2000 stonden in totaal 785 ondernemingen toegelaten tot de verhandeling op EASDAQ, AIM en Euro.NM, in vergelijking met 4.800 aan de NASDAQ. De kapitalisatie van deze drie markten bedroeg 1/17 van die van de NASDAQ. Het Europees risicokapitaal in aandelen werd ook ver overtroffen door dat in de V.S. (ongeveer 7 miljard Euro in risicokapitaal, in vergelijking tot 12 miljard in risicokapitaal in de V.S.). Deze kloof werd in 1999 groter. De oprichting en financiering van

across the EU require harmonisation”.

⁹¹⁹ K. LANNOO en M. LEVIN, *European Financial Law-Making Beyond 2005*, CEPS, 2005 : “A final element is the insufficient attention given to cost/benefit analysis. The FSAP has been pushed through with a remarkable speed. This has however often been achieved at the expense of a proper appraisal of the merits of certain proposals”. DEUTSCHE BANK, “FSAP Evaluation Part I: Process and implementation – Response by Deutsche Bank AG”, ongedateerd, 2 : “rigorous evidence-based policy-making was not consciously and systematically applied when preparing FSAP legislation. Rigorous use of evidencebased policy-making will help to improve the quality of legislation and will help to avoid unintended side-effects of financial rule-making such as damaging the competitiveness of EU financial services providers or causing excessive regulatory burdens”.

⁹²⁰ EUROPESE COMMISSIE, “Financial Services Action Plan - First Progress Report – Summary”, 29 november 1999, op 2.

snelgroeiende, kleine ondernemingen is essentieel voor de schepping van werkgelegenheid (zie Actieplan Risicokapitaal)⁹²¹.

196. KRITISCHE BEDENKINGEN. Deze economische legitimatie is om verschillende redenen simplistisch. Ten eerste, indien de gekozen vergelijkingspunten op een rijtje worden gezet, lijken deze bovendien arbitrair gekozen. Zo is een ankerpunt van de redenering van de Europese Commissie de gemiddelde stijging in de periode van 1996 tot begin 1999 van de werkgelegenheid van ondernemingen die genoteerd waren op de Neuer Markt en op de Nouveau Marché. Diverse vragen van methodologische aard kunnen worden gesteld : waarom is enkel de periode tussen 1996 en 1999 vergeleken?; waarom is het onderzoek beperkt tot enkel de Neuer Markt en de Nouveau Marché?; waarom is het onderzoek beperkt tot ondernemingen die zijn toegelaten tot de verhandeling op een markt, en niet K.M.O.'s?; enz. Ten tweede, zou het interessant zijn om de in 2000 gebruikte selectie van ondernemingen anno 2008 te herbekijken, en na te gaan wat voor deze ondernemingen de gemiddelde stijging van de tewerkstelling was in de periode 1996 tot 2008 (en deze te vergelijken met de gemiddelde stijging van de tewerkstelling bij niet-genoteerde ondernemingen). Bovendien is in het TWEEDE VOORTGANGSRAPPORT ten aanzien van deze fundamentele redenering geen bronvermelding opgenomen. Het blijkt dat de redenering niet geschraagd is door een grondige empirische studie. Ten derde, werden in de afdeling hierboven de economen GRAHL EN TEAGUE geciteerd die aangaven dat het FSAP precies werd bedacht en gelanceerd op een ogenblik dat de economie van de Verenigde Staten een enorm prestige genoot, na een economische groei en steeds hoger klimmende aandelenprijzen⁹²². Een dergelijke bewondering blijkt in het TWEEDE VOORTGANGSRAPPORT waar wordt gesteld dat “in vergelijking met 4.800 aan de NASDAQ” genoteerde ondernemingen, slechts 785 ondernemingen noteerden aan de EASDAQ, AIM en Euro.NM en dat “[d]eze kloof [...] in 1999 groter [werd]”⁹²³. Opnieuw moet o.i. de te korte en bijgevolg relatief willekeurige tijdsspanne bekritiseerd worden : zo valt op te merken dat in 2006 niet meer 4.800 ondernemingen maar (ongeveer) 3.200 op NASDAQ noteerden⁹²⁴. Zoals hierboven reeds gesteld, lijkt het gevoel van frustratie na de fraudeschandalen enkele jaren later plaats gemaakt te hebben voor een gevoel van suprematie. Dergelijke (variërende) gevoelens dienen o.i. echter vermeden te worden bij economische regulering.

4.3.3. Zoektocht naar een economische legitimatie in het FSAP (vervolg)

197. DE ZOEKTOCHT NAAR EEN ECONOMISCHE LEGITIMATIE (VERVOLG). Pas eind 2002 worden door de Europese Commissie voor het eerst empirische studies geciteerd waaruit zou moeten blijken dat de basisveronderstellingen van het FSAP correct zijn. Deze timing is op zijn minst eigenaardig. Zoals hierboven aangegeven, had de Europese Commissie op oktober 1998 al een ontwerp van het FSAP klaar. Meer dan 4 jaar later, namelijk eind 2002, werden in opdracht van de Europese Commissie studies gepubliceerd die de fundamentele veronderstellingen van dat FSAP trachtte te ondersteunen.

4.4. DE GEVONDEN ECONOMISCHE LEGITIMATIE

4.4.1. De London Economics studie

198. EEN EERSTE STUDIE. Een eerste studie – “QUANTIFICATION OF THE MACRO-ECONOMIC IMPACT OF INTEGRATION OF EU FINANCIAL MARKETS” (hierna geciteerd als de LONDON ECONOMICS STUDIE)⁹²⁵ – werd in opdracht van de DG Interne Markt uitgevoerd door het consultancy bureau

⁹²¹ EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, op 4.

⁹²² J. GRAHL EN P. TEAGUE, “Problems of Financial Integration in the EU”, *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021, 1017.

⁹²³ Zie, letterlijk, EUROPESE COMMISSIE, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000, op 4.

⁹²⁴ Zie www.nasdaq.com/about/CorporateFactSheet2006.pdf.

⁹²⁵ LONDON ECONOMICS (in samenwerking met PRICEWATERHOUSECOOPERS en OXFORD ECONOMIC FORECASTING),

LONDON ECONOMICS in samenwerking met PRICEWATERHOUSECOOPERS en een ander consultancy bureau, OXFORD ECONOMIC FORECASTING. Deze studie beoogt met behulp van econometrische modellen, economische analyse en een rondvraag bij marktspelers, de mogelijke voordelen van geïntegreerde financiële markten te kwantificeren⁹²⁶. Men kan opmerken dat deze studie uitsluitend de *integratie van de financiële markten* als voorwerp heeft, ofschoon het FSAP naast de integratie ook de efficiëntie van de markten nastreeft. De LONDON ECONOMICS STUDIE komt, op basis van de simulaties van de macro-economische impact van de integratie van de Europese financiële markten, tot de vaststelling dat als gevolg van een gecombineerde vermindering van de kosten van aandelen en schuldeffecten en bankfinanciering, samen met een toename van financiering via schuldeffecten in de totale schuldfinanciering het niveau van het Europees BNP op lange termijn zal verhoogd worden met 1,1%, de totale ondernemingsinvesteringen zullen stijgen met bijna 6%, private consumptie zal stijgen met 0,8%, en de werkgelegenheid met 0,5% zal toenemen⁹²⁷. Deze studie werd vanaf december 2002 extensief – doch o.i. misleidend – geciteerd door de Commissie⁹²⁸.

199. KRITISCHE BEDENKINGEN. O.i. is de waarde van de LONDON ECONOMICS STUDIE relatief beperkt. Twee belangrijke punten van kritiek kunnen geformuleerd worden. Ten eerste moet worden opgemerkt dat LONDON ECONOMICS blijkbaar enkel als opdracht had om de *potentiële voordelen* van de integratie te identificeren, en niet de nadelen⁹²⁹. De Europese Commissie blijkt enkel om een batenanalyse, en niet een kosten-baten analyse, verzocht te hebben. Een mogelijke verklaring daarvoor is dat de Commissie van mening was dat het evident is dat integratie geen of amper kosten met zich zou meebrengen. Een andere mogelijke verklaring is dat de drijvende krachten achter het FSAP en de

“Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, november 2002 (224 p.).

⁹²⁶ Idem, op 2 : “The main requirement of the study is to quantify the potential benefits of integrated financial markets in terms of economic growth, employment and other key macro variables when compared with a counterfactual of continued fragmentation of financial markets”.

⁹²⁷ Idem, op 132-133 : “Our simulations of the macro-economic impact of integration of European financial markets have been carried out using our multi-country macro-economic model. The key simulation results to note are that, as a result of the combined reduction in the cost of equity, bond and bank finance, together with the increase in the share of bond finance in total debt finance: The level of EU-wide real GDP is raised by 1.1%, or €130 billion in 2002 prices, in the long-run; GDP per capita in current prices is €600 higher in the EU and GDP per capita at 2002 prices is €350 higher; Total business investment is almost 6.0% higher and private consumption is up by 0.8%; Total employment is 0.5% higher” (zie ook de Executive Summary, vii).

⁹²⁸ EUROPESE COMMISSIE, “Financial services: latest report highlights sustained progress in integrating EU capital markets”, IP/02/1785, 2 december 2002 : “[r]esearch conducted for the Commission [...] predicted that the integration of EU financial markets will bring significant benefits to businesses, investors and consumers. Conservative estimates from the research predict that EU-wide real GDP will directly increase by 1.1 [...]” (zie tevens EUROPESE COMMISSIE, “Financial services: latest report highlights need to boost EU capital market integration in next nine months”, IP/03/778, 2 juni 2003; EUROPESE COMMISSIE, “Financial Services: Action Plan to integrate EU financial markets enters home straight”, IP/03/1591, 24 november 2003). De beweringen “will bring significant benefits” en “conservative estimates” zijn o.i. misleidend. Synthesetabel 6.4 op pagina 126 van de studie geeft weer wat, op basis van het gebruikte econometrische model, de lange termijn impact is van de vermindering van de kapitaalkosten die zou resulteren van een integratie van de financiële markten. Deze tabel bestaat uit vier simulaties (hypothesen) van het effect dat een integratie van de financiële markten op niveau van de Europese Unie zou hebben. De meest conservatieve is dat de integratie enkel zou leiden tot een vermindering van de kosten ten aanzien van de financiering via aandelen (simulatie 1), de tweede simulatie gaat uit van de hypothese dat zowel de kosten ten aanzien van de financiering via aandelen als deze ten aanzien van schuldfinanciering zullen verminderen (simulatie 2). De derde hypothese is dat daarenboven het aandeel van schuldfinanciering ten opzicht van bankfinanciering zal toenemen (simulatie 3). En de meest agressieve hypothese ten slotte is dat de verminderde kosten bovendien ook nog eens de kosten van traditionele bankfinanciering zullen doen verminderen (simulatie 4). Zoals op volgende pagina blijkt, is het enkel de meest “agressieve” hypothese – namelijk simulatie 4 – die leidt tot de genoemde toename van het BNP met EUR 130 miljard en een verhoging van de tewerkstelling met 0,5%, en die door de Commissie wordt geciteerd. De Commissie spreekt in het citaat hierboven onterecht van “conservatieve schattingen” (cf. “conservative estimates”). Indien wordt uitgegaan van de meest conservatieve hypothese – simulatie 1 – zou het BNP weliswaar stijgen met slechts 58,9 miljard EUR, maar zou de werkgelegenheid slechts toenemen met 0,1%. Dergelijke cijfers werden door de Commissie evenwel niet geciteerd.

⁹²⁹ LONDON ECONOMICS (in samenwerking met PRICEWATERHOUSECOOPERS en OXFORD ECONOMIC FORECASTING), “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, november 2002 (224 p.), op 2 : “The main requirement of the study is to quantify the potential benefits of integrated financial markets in terms of economic growth, employment and other key macro variables when compared with a counterfactual of continued fragmentation of financial markets”.

tendenzen naar méér integratie en liberalisering zo sterk waren dat het niet meer nodig werd geacht om een fundamentele studie te doen. Er werd enkel maar getracht een “empirische legitimatie” te geven aan een project dat tot in 2002 enkel politiek kon worden gelegitimeerd. Een alternatieve verklaring is dat in 2002 de verwezenlijking van het FSAP reeds te ver gevorderd was om nog ernstig onderzoek te verrichten naar de kosten ervan. Meer fundamenteel is onze tweede kritische kanttekening. De studie gaat uit van de “integratie van de financiële markten van de Europese Unie” en onderzoekt wat de macro-economische gevolgen zijn van zulke integratie. Daarbij wordt uitgegaan van een “perfecte” integratie van de financiële markten (vb. “reduction in the cost of equity, debt and bank finance, and increase in share of debt finance”). De studie kwantificeert met andere woorden de macro-economische gevolgen van een theoretisch ideaalbeeld. Dat kon enkel zin hebben indien eerst zou zijn aangetoond dat (via het FSAP en de marktwerking) dergelijke integratie inderdaad kon worden verwezenlijkt. Dergelijke eerste, en noodzakelijke, stap is echter niet gezet : eerst had een studie moeten kwantificeren welke precieze mate van integratie zou worden bereikt door de diverse maatregelen van het FSAP. Deze studie had ook kunnen kwantificeren welke kost de diverse maatregelen van het FSAP *in globo* met zich zouden meebrengen, en onderzoeken of deregulering of alternatieve regelgevende initiatieven konden worden overwogen⁹³⁰. Het is pas nadat de precieze mate van integratie is gekwantificeerd, dat een studie van de macro-economische gevolgen van dat niveau van integratie zin heeft.

200. KRITIEK OP DE EUROPESE COMMISSIE. Indien het bereiken van de Lissabon doelstellingen via het FSAP door de Europese Commissie ernstig zou genomen zijn – en niet enkel als een politieke slogan – had dergelijke fundamentele studie reeds moeten zijn uitgevoerd in 1998 of zo snel mogelijk erna. De studie die de Commissie vervolgens in 2002 heeft besteld, biedt geen wetenschappelijke verantwoording van het FSAP zelf. Men kan opmerken dat een tiental jaren daarvoor een soortgelijke studie op basis van een soortgelijk theoretisch ideaalbeeld ook al fout was gebleken. Zo had een studie van 1988 – met de veelzeggende titel “COST OF NON-EUROPE IN FINANCIAL SERVICES” berekend dat het voordeel van liberalisering van financiële diensten in de 12 lidstaten zou bestaan uit een toename van 1,5% van het BNP van deze lidstaten (uit een totaal van een toename van 4,5% van het BNP bij de realisatie van het interne markt programma)⁹³¹. CECCHINI, de toenmalige directeur generaal van de DG Interne Markt stelde daarover : “Many commentators consider that this 4.5% evaluation was nothing more than a propaganda stunt as shown by the real evolution since then. This is however forgetting that the 1988 evaluation was clearly presented as a scenario of maximum success depending on the convergent behaviour of all the actors of the economy, business, trade unions and above all the member states’ governments: unhappily this has not been the case, especially on the governmental side”⁹³². Zoals gezegd, gaat de hier besproken studie van november 2002 niet uit van een scenario van maximaal succes maar van een theoretisch ideaalbeeld. Ofschoon het aannemelijk is dat, in contrast met PAOLO CECCHINI’S beschrijving van de tegenwerking eind jaren ’80, er nu wel voldoende drijvende krachten achter de agenda van het FSAP zijn, biedt de studie geen economische plausibiliteit dat de verwezenlijking van het FSAP *ceteris paribus* (en met correctie voor alle andere factoren) werkelijk zal leiden tot een groei van 1,1% van het BNP alsook een toename van de werkgelegenheid binnen de Europese Unie met 0,5%.

4.4.2. De ZEW studie

201. EEN TWEDE STUDIE. Een tweede studie werd omstreeks dezelfde periode uitgevoerd door het INSTITUT FÜR EUROPÄISCHE POLITIK (Berlijn) en het ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (Mannheim), ditmaal niet in opdracht van de Commissie maar van de EUROPEAN FINANCIAL SERVICES ROUND TABLE⁹³³. De ZEW STUDIE is een stuk genuanceerder en

⁹³⁰ De titel van een eerste studie had daarom eerder moeten luiden : “QUANTIFICATION OF THE LEVEL OF INTEGRATION OF EU FINANCIAL MARKETS REACHED BY THE FSAP”.

⁹³¹ Zie in F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report Submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.), op 7.

⁹³² Idem, op 7.

⁹³³ Behalve onderzoekers van de twee genoemde coördinerende instellingen, waren de onderzoekers verbonden aan de universiteit van

kritischer tegenover het FSAP – en werd, toeval of niet, door de Commissie ook minder geciteerd. Deze studie legt immers voor een deel de vinger op de wonde die in vorig randnummer is aangehaald: het FSAP is een nuttig en wellicht noodzakelijk, maar niet een voldoende, instrument tot integratie. Zo stelt de studie dat : “[w]hile the Financial Services Action Plan and other legal initiatives properly address a number of integration obstacles, more needs to be done. Proposals for reforms are listed below. This is not an exhaustive list of recommendations. It briefly addresses the most burning issues; a detailed specification of the reform options would certainly need further analysis”⁹³⁴. Zo worden als “brandende probleempunten” geïdentificeerd : discriminerende fiscale regimes (onder meer in de context van levensverzekeringen en beleggingsfondsen), verschillen inzake consumentenbescherming (met onder meer de problematiek van de “algemene belang” bepalingen)⁹³⁵, nood aan informatiecampagnes om FIN-NET onder de aandacht van consumenten te brengen en zo het vertrouwen in grensoverschrijdende diensten te verhogen, en problemen inzake divergenties in het toezicht⁹³⁶. De studie besluit vervolgens dat : “[t]here is a huge gap between the vision of the EU as the most dynamic economy in the world and the reality of still fragmented EU-markets. In order to reduce this gap, the whole process of European regulation of financial services needs to be speeded up and member-states have to overcome their national policies of preserving market barriers or even re-establishing new ones. Otherwise it will be impossible to achieve the strategic objective of the Lisbon-process of a more deeply integrated European Union which will be able to match the challenges of globalization and to secure full employment by 2010”⁹³⁷.

202. BELANG VAN DEZE STUDIE. De ZEW STUDIE legt echter een belangrijke bijkomende nuancering aan met betrekking tot de vraag of het FSAP krachtig genoeg is om een integratie van de financiële markten te bereiken. Zo wordt een onderscheid gemaakt tussen twee types obstakels die de integratie van de financiële markten tegenhouden : de beleidsmatige (“policy-induced”) en de natuurlijke (“natural”). De beleidsmatige obstakels kunnen worden “opgelost” door beleidsmaatregelen. De natuurlijke obstakels daarentegen kunnen veel moeilijker bereikt worden door regelgeving. Het betreft hier bijvoorbeeld taal, cultuur of vertrouwen⁹³⁸. Beide natuurlijke factoren zijn van essentieel belang in

Bochum, het Kiel Institute of World Economics en het Center for European Policy Studies (CEPS). De adviseurs waren Paolo Cecchini, David Ball (CGNU, Londen), Prof. Dr. Iain Begg (Business School, South Bank University, Londen), Dr. Graham Bishop, Prof. Dr. Franco Bruni (Istituto di Economia Politica, Università Bocconi, Milaan), Julien Carmona (BNP Paribas, Paris), Prof. Dr. Karl-Olof Hammarkvist (Nordea AB, Stockholm), Dr. Karsten Kaempf (Dresdner Bank AG, Brussel), Prof. Dr. Wim Kösters (Institut für Europäische Wirtschaft, Ruhr-Universität Bochum), Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer (HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg), Dr. Johannes Schmoeckel (Allianz AG, Brussel), en Prof. Dr. Rudi Vander Vennet (Universiteit van Gent).

⁹³⁴ F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report Submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.), op 14.

⁹³⁵ Zie daaromtrent, uitvoerig, M. TISON, “What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law ?”, *Legal Issues of European Integration*, 1997/2, 1-48; M. TISON, “Unravelling the General Good Exception. The case of Financial Services”, in: M. ANDENAS en W.-H. ROTH (eds.), *Services and Free Movement in EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 321-381; H. FORSSELIUS, “Restrictions in the ‘General Good’ Under the European Banking Act, in : U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.), 79-92. J. USHER, “Is There Really a Single Market for Financial Services”, in : U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.), 6-34, op 25-30.

⁹³⁶ F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report Submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.), op 14-15.

⁹³⁷ Idem, op 15.

⁹³⁸ Zie tevens R. G. BARRESI, “The Impact Of Monetary Union And The Euro On European Capital Markets: What May Be Achieved In Capital Market Integration”, 28 *Fordham Int'l L.J.*, 2005, 1257, 1307-1308 : “The European capital market is heavily localized, probably as a consequence of frictional factors: the development of skills in the financial services industry is a multi-generational process and human resources cannot be easily resettled in another country. In the same way as in other sectors of economic activity, the European capital market has become concentrated in a number of local areas where strong competition is established around specialized products. The reasons that led to the development of these Regional Innovation Strategies range from historical tradition, sociological and linguistic affinity to the availability of a favorable institutional environment”; ECRI/CEPS Seminar: “Summary – Integration of Retail Financial Markets in the EU: A challenge for Europe?”, 28 februari 2003 : “Mr. Eric Ducoyombier (DG Internal Market) agreed that retail financial markets are characterized

de financiële sector en kunnen moeilijk omgebogen worden door beleidsmaatregelen⁹³⁹. De ZEW STUDIE biedt een wijze – maar door de Commissie voorsnag niet geciteerde – les : “[t]he success depends not only on the political willingness to act but also on the nature of the obstacles: if these are not capable of being changed, at least in the medium-term, European legislators would have to accept the fact that the existing fragmentation is a given fact. Before coming to policy conclusions it is therefore of crucial importance to identify those factors that bear the main responsibility for the continuing relevance of national borders for financial services in Europe”⁹⁴⁰.

4.4.3. De DG FIN studie

203. EEN DERDE STUDIE. Een derde studie – FINANCIAL MARKET INTEGRATION, CORPORATE FINANCING AND ECONOMIC GROWTH – werd uitgevoerd door GIANNETTI, GUIISO, JAPPELLI, PADULA EN PAGANO onder de auspiciën van het Directoraat-Generaal voor Economische en Financiële Zaken (DG Fin). De doelstelling van deze studie is gelijklopend aan de LONDON ECONOMICS studie. Om deze reden kan ook deze studie niet worden aangewend als economische verantwoording van het FSAP, omdat op geen enkele wijze aangetoond wordt dat het via het FSAP bereikte niveau van integratie van voldoende aard zal zijn om de groei te verwezenlijken. Nochtans is, vergeleken met de LONDON ECONOMICS studie, de DG FIN STUDIE realistischer in de zin dat realistische “benchmarks” werden opgezet : het niveau van financiële integratie zou in het ideale scenario gelijk zijn aan het niveau van financiële integratie in de Verenigde Staten van Amerika (“Amerikaanse simulatie”)⁹⁴¹ : “[w]e estimate the impact of financial integration on country and industry growth of both value added and output raising our indicator of financial development to the US standard”⁹⁴². Indien een integratie van de financiële markten wordt bereikt die gelijk is aan deze van de Verenigde Staten, komt de studie, na econometrische analyse tot de conclusie dat, *indien voor alle lidstaten en sectoren gemiddelden worden genomen*, de impact in de Europese Unie op de groei van toegevoegde waarde (growth of value added) en van productie (output growth) gelijk zou zijn aan 0,94% en 0,92% per jaar⁹⁴³. Het is interessant dit resultaat te vergelijken met de LONDON ECONOMICS STUDIE die in simulatie 3 een groei van het BNP van 0,8% en in simulatie 4 een groei van het BNP van 1,1% had voorspeld.

204. BELANG VAN DEZE STUDIE. Er is echter een belangrijk verschilpunt tussen beide studies. De DG FIN STUDIE vervolgt dat : “[t]his overall impact, however, underlies considerable diversity in

by lack of integration and the main obstacles are found in language barriers, culture and divergence in consumer protection rules as well as in policy induced obstacles, as taxation. However, despite many argue that retail financial market integration is not worthwhile he underlined the need of a coherent strategy for retail financial market integration”. Vgl. tevens P. DAVIES, G. HERTIG en K. HOPT, “Beyond the Anatomy”, in : R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.), 215, op 223.

⁹³⁹ F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report Submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.), 45.

⁹⁴⁰ Idem, op 45.

⁹⁴¹ M. GIANNETTI, L. GUIISO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.), 42. Ter volledigheid kan worden aangestipt dat de DG FIN STUDIE ook een econometrische analyse bevat van simulaties die een minder verregaande simulatie impliceren (de integratie van de financiële markten in de Verenigde Staten wordt blijkbaar als een “maximaal” scenario beschouwd) (op 44) : “It can be argued that the previous estimates tend to exaggerate the growth benefits of policy actions aimed at promoting financial markets integration because financial integration [is] not under complete control of policy makers but depends also on spontaneous market developments. In other words, the previous experiment implicitly assumes that domestic financial development is a control variable. [...] [W]e simulate the growth effects of letting the determinants of financial developments that are under policy control converge to the highest European standard. To perform this exercise, we first regress our measure of total financial development on a set of policy-controlled variables that literature has shown to be relevant for financial markets efficiency. We assume that financial integration leads all integrating countries to adopt the highest value of these determinants in the EU. We then predict the implied value of financial development in each sector and country. Finally, we proceed as in the previous scenario to compute the growth effects. We focus on three (policy-controlled) determinants of financial development: the quality of accounting standards, the degree of creditors protection and the rule of law [...]”.

⁹⁴² Idem, 42.

⁹⁴³ Idem, 42-43.

country and sector growth, reflecting both the degree of financial backwardness (more backward countries gain more) as well as the sector specialization (countries that specialize in financially dependent sectors gain more)⁹⁴⁴. Integratie van de financiële markten produceert met andere woorden “winnaars” en “verliezers”, op lidstatelijk en op sectorieel niveau. Of preciezer gezegd, op lidstatelijk niveau “wint” gemiddeld genomen elke lidstaat, maar sommige lidstaten winnen veel meer dan anderen⁹⁴⁵. Ook bevinden efficiënte financiële markspelers van de financieel meer ontwikkelde lidstaten zich in een positie met potentieel voor expansie naar andere lidstaten (ten nadele van de lokale financiële markspelers in die lidstaten) : “[i]n particular, the financial service sector and the professional service sector in the U.K. may greatly benefit from financial integration in the EU. Conversely, the financial service industries of less financially developed countries may lose market shares and therefore face a downturn in their activity”⁹⁴⁶. Overigens zwijgt deze studie – net als de hierboven aangehaalde studies – om de impact op de financiële markten van de nieuw toegetreden lidstaten te analyseren. Zoals hierboven gesteld, zijn er sommige lidstaten die meer dan andere lidstaten genieten van de economische impact van integratie. Dat leidt tot een delicate vraag : behoren de nieuwe lidstaten tot de landen die meer of minder winnen? Of kan het zelfs zijn dat ze niet winnen, maar *netto verliezen*?⁹⁴⁷ Er zijn immers recente indicaties dat in het kader van *globale integratie* van de financiële markten, er niet alleen grotere en kleinere winnaars zijn, maar ook verliezers⁹⁴⁸.

205. KRITISCHE BEDENKINGEN. Opnieuw menen we dat deze studie kan bekritiseerd worden. Wij onderscheiden twee belangrijke beperkingen. Ten eerste moet de vraag gesteld worden naar de opportuniteit en realiteit van een maximaal scenario waarbij een integratie “naar het model van de Verenigde Staten” wordt bereikt. Los van de opportuniteitsvraag – er kan verwezen worden naar het prestige van de economie van de V.S. ten tijde van de conceptie van het FSAP (zie vorige afdeling) – moet men de vraag stellen of dit realistisch is. Zoals hierboven aangegeven, benadrukt de ZEW STUDIE terecht het bestaan van “natuurlijke” belemmeringen (taal, cultuur, enz.) die niet kunnen worden weggewerkt door regulering. De DG FIN STUDIE ondervangt deze laatste kritiek deels door een tweede simulatie uit te voeren (“realistische simulatie”). Er wordt in deze tweede simulatie uitgegaan van een optimalisatie van drie beleidsmaatregelen, namelijk de kwaliteit van de boekhoudkundige normen, de mate van bescherming van schuldeisers en het beginsel van de rechtsstaat (quality of accounting standards, the degree of creditors protection and the rule of law)⁹⁴⁹. Indien de lidstaten in elk van deze drie beleidsaspecten de “hoogste waarden” aannemen⁹⁵⁰, zou de groei van toegevoegde waarde (growth of value added) en van productie (output growth) gelijk zijn aan 0,75% en 0,74% per jaar. Hier zijn o.i. twee belangrijke kritische vaststellingen te duiden die de waarde van de DG FIN STUDIE substantieel reduceren. Ten eerste moet opgemerkt worden dat de voorgestelde beleidsmaatregelen op zich weinig te maken hebben met het FSAP : de bescherming van schuldeisers is – behalve de Richtlijn Financiële Zekerheidsvereenkomsten⁹⁵¹ en de Richtlijn Definitieve Afwikkeling van Betalingen⁹⁵²) vooral

⁹⁴⁴ Idem, 2-3 en 50-52.

⁹⁴⁵ De DG FIN STUDIE concludeert met name dat “[i]t will create not only winners but also some losers. In countries that are less financially developed, the financial sector stands to lose market shares and profits” (op 52).

⁹⁴⁶ Op 52.

⁹⁴⁷ Cf. F. NICOLA, “Another View on European Integration : Distributive Stakes in the Harmonization of European Law”, in : C. DALTON (ed.), *Progressive Lawyering, Globalization and Markets – Rethinking Ideology and Strategy*, Buffalo, William S. Hein & Co., Inc., 2007 (270 p.), 233, op 259 : “The [view] [...] for which I argue here [...] demonstrates the flaws in the strategic use of legal arguments, and the political salience of judicial lawmaking in creating winners and losers. Jurists should not hide behind the apparent neutrality of either legal regimes or market efficiency arguments. Rather, when jurists justify their choice between two alternative rules, they should engage fully with the social welfare effects of that choice, attending to both efficiency and distributive considerations as accurately and responsibly they can”.

⁹⁴⁸ Zie de afdeling hierna (in 5.3.4).

⁹⁴⁹ M. GIANNETTI, L. GUIISO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS* nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.), 44-45.

⁹⁵⁰ De veronderstelling gaat als volgt : “We assume that financial integration leads all integrating countries to adopt the highest value of these determinants in the EU” (op 44).

⁹⁵¹ Vaak ook de “Collateral Richtlijn” genoemd. Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende

geregeld in het contracten-, zekerheden en eigendomsrecht. Het principe van de rechtsstaat – gedefinieerd in de studie als “the legal and order tradition in the country” – is nog minder omlijnd, en heeft weinig te maken met het maatregelenpakket van het FSAP. De kwaliteit van boekhoudkundige normen is het enige beleidsdomein dat, zij het onrechtstreeks, met het FSAP te maken heeft. Indien de studie correct is in de stelling dat dit de drie meest fundamentele elementen voor financiële integratie zijn, is het een logische implicatie dat het FSAP grotendeels naast de kwestie is. Onze tweede kritiek gaat evenwel dieper. Hoe kan men “waarden” plakken op principes zoals het beginsel van de rechtsstaat of de bescherming van schuldeisers? Alle lidstaten krijgen een *ranking* waarbij op elk van de drie determinerende beleidsdomeinen punten worden toegekend per lidstaat. België krijgt 2 (bescherming schuldeisers) en 6 (rechtsstaat), Frankrijk krijgt 0 (bescherming schuldeisers) en 5,39 (rechtsstaat), Duitsland krijgt 3 (bescherming schuldeisers) en 5,53 (rechtsstaat), het Verenigd Koninkrijk krijgt 4 (bescherming schuldeisers) en 5,14 (rechtsstaat) en Nederland krijgt 2 (bescherming schuldeisers) en 6 (rechtsstaat). Deze waarden blijken in hoofdrorde⁹⁵³ ontleend te zijn aan een artikel van 1998 door de economen LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER EN VISHNY⁹⁵⁴. De studie van LA PORTA E.A. was de eerste in haar soort die beoogde de juridische regels – en juridische culturen – te becijferen. Echter, zowel de selectie van de relevante criteria als de wijze waarop cijfergegevens werden berekend, zijn bekritiseerd⁹⁵⁵. Maar ook LA PORTA E.A. geven in de studie zelf aan dat de resultaten met voorzichtigheid moeten benaderd worden : “[i]t is important to remember, however, that while the shortcomings of investor protection described in this paper appear to have adverse consequences for financial development and growth, they are unlikely to be an insurmountable bottleneck. France and

financiële zekerheidsvereenkomsten, *Pb. L.*, 27 juni 2002, afl. 168, 43. Zie in dit opzicht de werkzaamheden ter herziening van deze Richtlijn : EUROPESE COMMISSIE, *Evaluatieverslag over Richtlijn 2002/47/EG betreffende Financiële zekerheidsvereenkomsten*, 20 december 2006, COM(2006)833 def en het op 17 maart 2008 bekendgemaakte

Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingsystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële zekerheidsvereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft. Dit Voorstel bevat treffende illustratie van de mate van techniciteit en detail die vereist is om schuldeisers te beschermen. Zie vb. p. 8: “Momenteel is echter niet zeker of de Finaliteitsrichtlijn nachtelijke afwikkeling volledig beschermt, aangezien alleen overboekingsopdrachten die op dezelfde kalenderdag (‘de dag van opening van een insolventieprocedure’) worden uitgevoerd, worden bestreken. Een strikte lezing van de Finaliteitsrichtlijn zou derhalve met zich brengen dat een overboekingsopdracht die op T-1 in het systeem is ingevoerd, alleen bescherming geniet als de batchverwerking vóór middernacht is voltooid, terwijl een soortgelijke opdracht die behoort tot een batch waarvan de verwerking tot na middernacht duurt, niet is beschermd. Aangezien daardoor een aanzienlijk aantal opdrachten buiten de werkingssfeer van de richtlijn zou vallen, wordt voorgesteld ‘dag’ te vervangen door ‘werkdag, als omschreven in de regels van het systeem’”.

⁹⁵² Vaak ook de “Settlement Finality Directive” genoemd. Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingsystemen, *Pb. L.*, 11 juni 1998, afl. 166, 45.

⁹⁵³ De studie geeft ook aan dat een aantal andere, subsidiaire bronnen gebruikt werden. Zo wordt onder meer verwezen naar gegevens van de INTERNATIONAL COUNTRY RISK GUIDE (ICRG) waarvan telkens het gemiddelde voor de waarden tussen 1982 en 1995 werd genomen, zo bijvoorbeeld voor het onderdeel “corruptie” (33). Indien men echter het geciteerde artikel leest, kan men vaststellen dat voor datzelfde onderdeel identieke gegevens (en met name ook gemiddelde waarden tussen 1982 en 1995 en van hetzelfde rating bureau) werden gebruikt (R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1124-1125).

⁹⁵⁴ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-1155, 1136-1137. Zie M. GIANNETTI, L. GUIISO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS* nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.), 32-33 (zie tevens voetnoot 19 op 44).

⁹⁵⁵ H. SPAMANN, “On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.’s ‘Anti-Director Rights Index’ under Consistent Coding”, *ECGI Law Working Paper No. 67/2006*, maart 2006 (103 p.), als *Harvard Olin Fellows Discussion Paper No. 7/2006* beschikbaar op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894301; H. SPAMANN, “‘Law and Finance’ Revisited”, *Harvard John M. Olin Fellow’s Discussion Paper No. 12*, februari 2008 (52 p.). Zie tevens C. ROSE, “The Challenges of Quantifying Investor Protection in a Comparative Context”, *EBOR*, 2007, 8:3, 369, 392: “What is apparent in the studies of [La Porta et al.] is that the role of the European Union is ignored. The authors only once refer to the Union in a note [...]. A plausible reason for the authors’ perception might be that they are unaware of the legal status of the EU sources of law, judging by the following sentence [...]: ‘In most instances, the directives are not mandatory’.”

Belgium, after all, are both very rich countries”⁹⁵⁶. Men kan daaruit concluderen dat dit cijfermateriaal bezwaarlijk als basismateriaal voor latere studies mocht gebruikt worden. Nog minder zou het zonder meer “gerecycleerd” mogen worden in latere econometrische studies die de impact van integratie op de economische groei in een “realistisch” scenario wil onderzoeken⁹⁵⁷. Nochtans hebben de meeste econometrische en empirische studies van de jaren negentig en later de waarden van deze tabellen zonder meer overgenomen – waardoor de correctheid van de resultaten is aangetast, tot zelfs in een studie van oktober 2006 van SHEN EN LEE⁹⁵⁸.

4.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd onderzocht wat de economische ratio van de harmonisatiebeweging van het FSAP is. De centrale doelstelling van het FSAP – alsook de centrale veronderstelling – is dat een verhoging van de efficiëntie en een integratie van de financiële markten zal resulteren in groei en in meer werkgelegenheid, namelijk : “[t]he FSAP is a motor for growth”. Impliciet is een tweede veronderstelling, namelijk dat dergelijke doelstelling kan worden bereikt via regulering. Op basis van een gedetailleerd onderzoek van de werkzaamheden van de Europese Commissie sinds de conceptie van het FSAP, hebben we vastgesteld dat er in eerste instantie geen verifieerbare economische legitimatie bestond dat deze basisveronderstellingen inderdaad correct waren. Pas in 2002 – vier jaren na de publicatie van het ontwerp van het FSAP – werd de eerste economische studie omtrent het FSAP gepubliceerd. Deze eerste studie – uitgevoerd door LONDON ECONOMICS – is o.i. op diverse punten bekritiseerbaar en werd daarenboven door de Europese Commissie op eenzijdige, enigszins misleidende, wijze geciteerd ter legitimatie van het FSAP. Daarna werden nog twee afzonderlijke studies gepubliceerd. Een tweede studie werd uitgevoerd door het INSTITUT FÜR EUROPÄISCHE POLITIK EN HET ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSFORSCHUNG en is een stuk genuanceerder, onder meer door te verwijzen naar natuurlijke obstakels, zoals taal, cultuur of vertrouwen, die moeilijk kunnen omgebogen worden door beleidsmaatregelen. Toeval of niet, deze tweede studie is amper door de Europese Commissie geciteerd. In een derde studie – uitgevoerd onder de auspiciën van het DIRECTORAAT-GENERAAL VOOR ECONOMISCHE EN FINANCIËLE ZAKEN – werden vier theoretische scenario’s van integratie onderzocht op hun effect op economische groei. Hoewel in het meest ideale scenario de groei gelijk zou zijn aan 0,94% en 0,92% per jaar, komt de studie ook tot de conclusie dat sommige lidstaten veel meer groeien dan andere lidstaten (het effect in de nieuw toegetreden lidstaten is overigens tot op heden niet onderzocht). Uit ons onderzoek bleek dat elk van deze studies op essentiële punten kunnen bekritiseerd worden. Op basis van deze studies is het o.i. niet duidelijk hoe de concrete maatregelen van het FSAP – zoals bijvoorbeeld de Prospectusrichtlijn – de doelstelling van het FSAP, namelijk meer groei en werkgelegenheid, zullen helpen bereiken. In de volgende afdeling zullen we de causaliteit tussen enerzijds de geharmoniseerde prospectusplicht en anderzijds groei verder onderzoeken aan de hand van de actuele economische literatuur.

⁹⁵⁶ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1152.

⁹⁵⁷ In de DG FIN STUDIE werden de gegevens bovendien niet alleen gerecycleerd, maar gebeurde dat ook eenzijdig. In de studie van LA PORTA E.A. werden naast “rechtsstaat”, bescherming van de schuldeisers en de boekhoudkundige normen, onder meer ook het eigendomsrecht en de aandeelhoudersrechten besproken; de DG FIN STUDIE geeft o.i. geen enkele valabele reden om deze niet mee in de analyse op te nemen.

⁹⁵⁸ CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944, 1909-1910 en tevens 1917. In andere, recente studies worden daarentegen eerder de besluiten op robuustheid getest aan de hand van de algemene classificaties van LA PORTA E.A. zonder dat de gegevens direct worden gebruikt. Zie E. PAPAIOANNOU en A. CICCONE, “Adjustment to Target Capital, Finance, and Growth”, Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (26 p. en bijlagen), 24.

AFDELING 5. ANALYSE VAN DE ECONOMISCHE THEORIE : NAAR EEN HARMONISATIETEST?

5.1. OPZET

206. OPZET. In zijn toespraak van 20 oktober 2006 stelde de vice-voorzitter van de Europese Centrale Bank, PAPADEMOS dat : “[o]verall, the good news is that we now have some solid evidence to prove the theoretical propositions [...]. For example, there is strong empirical support, based on the analysis of data for many countries and many sectors, that the size and depth of capital markets has a significant positive impact on economic growth – the larger, more liquid and also more integrated, the better. Financial development is good for productivity growth and capital accumulation, and financial liberalisation generates sizeable growth benefits”⁹⁵⁹. Hij verwees daarbij naar een studie van JAYARATNE EN STRAHAN⁹⁶⁰. Zoals uit de volgende randnummers zal blijken, kaderen deze en andere studies in een aanslepende poging om de causaliteit tussen financiële integratie (en/of financiële ontwikkeling) en groei, die velen intuïtief aanvoelen, empirisch aan te tonen.

5.2. ONDERZOEK VAN DE ONDERLIGGENDE ECONOMISCHE THEORIE

5.2.1. Empirische gegevens

207. VRAAGSTELLING. Wat zijn de mogelijke kanalen waardoor internationale financiële integratie resulteert in groei? Vreemd genoeg bestaat er op heden in de economische theorie wel overeenstemming dat er een correlatie is, maar blijkt er geen – of geen volledige – overeenstemming te zijn over (i) de precieze causaliteit, (ii) de wijze om dergelijke causaliteit te meten of (iii) een uniek of algemeen verklaringsmodel. In de volgende randnummers wordt getracht een synthese te geven van de verscheidene theoretische verklaringsmodellen die op heden worden gehanteerd.

208. VROEGE EMPIRISCHE GEGEVENS. Reeds sinds SCHUMPETER⁹⁶¹ trachtten economen een positieve invloed aan te tonen tussen de ontwikkeling van de financiële sector en de groeiratio van het per-capita inkomen⁹⁶². GOLDSMITH gaf hiervoor pas in 1969 een eerste empirische basis : op basis van data van 35 landen tussen 1860 en 1963 concludeerde hij dat “a rough parallelism can be observed between economic and financial development if periods of several decades are considered”⁹⁶³. Reeds in deze studie werd uitdrukkelijk gewezen op de – fundamentele – hindernis die moet genomen worden, wil men het verband tussen groei en financiële integratie aantonen, namelijk : *correlatie is geen*

⁹⁵⁹ L. PAPADEMOS, “Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe”, Toespraak bij de Annual Meeting of the Institut International d’Etudes Bancaires te Athene, 20 oktober 2006 (5 p.), 5 : “One could expect financial integration to affect financial stability in two directions: on the one hand, there is an increased risk of contagion and a larger exposure to common shocks; on the other hand, there are more opportunities for funding as well as for risk-sharing and risk-transfer. The net effect is difficult to gauge. In my view, it is likely to be positive for the stability of the financial system. *What is certain, however, is that, in the case of banking strains, the likelihood that they will remain confined within domestic borders is less in comparison with the past*” (eigen cursivering).

⁹⁶⁰ J. JAYARATNE en Ph. STRAHAN, “The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation”, *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 639-670.

⁹⁶¹ J.A. SCHUMPETER, *A Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press, 1911. Zie ook J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448, 433. Tevens geciteerd door COMMITTEE OF WISE MEN, “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 november 2000 (44 p.), 40.

⁹⁶² R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 467.

⁹⁶³ R. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969, 48.

*causaliteit*⁹⁶⁴. Het argument gaat als volgt : indien een correlatie kan worden vastgesteld tussen financiële integratie en economische groei, betekent dit niet noodzakelijk dat er ook een causaal verband bestaat⁹⁶⁵. Nog minder betekent dit dat er ook een causaal verband in de ene of de andere richting bestaat⁹⁶⁶. Sommige economen, zoals ROBINSON in 1952, zagen bijvoorbeeld een verband in de andere richting, namelijk : “[w]here enterprise leads, finance follows”⁹⁶⁷.

209. EMPIRISCHE STUDIE VAN KING EN LEVINE. Men kan eigenaardig genoeg vaststellen dat geen voortgang in de empirische methodologie werd geboekt in de jaren zeventig en tachtig. Een volgend empirisch onderzoek werd pas in 1993 – dit wil zeggen 24 jaar na de studie van GOLDSMITH – uitgevoerd door KING EN LEVINE. In dat onderzoek werd voor 80 landen over de periode tussen 1960 en 1989 nagegaan of financiële ontwikkeling een verklaring kon zijn voor economische groei⁹⁶⁸. Hoewel de empirische gegevens voor een tweede maal in de richting leken te wijzen van causaliteit – eerder dan correlatie – bestonden nog altijd logische tegenargumenten. Een mogelijke verklaring kon bijvoorbeeld het anticipatie-effect zijn, namelijk de mogelijkheid dat de financiële sector toekomstige economische groei anticipeert waardoor op zijn beurt meer krediet beschikbaar wordt⁹⁶⁹. Een andere mogelijke verklaring voor de correlatie kon erin bestaan dat een onbekende variabele (omitted variable) was weggelaten, zoals bijvoorbeeld een toename in het spaarvermogen van huishoudens⁹⁷⁰. Het probleem van de weggelaten variabele kon theoretisch worden ontweken door alle effecten (andere dan deze van financiële ontwikkeling) constant te houden.

210. EMPIRISCHE STUDIE VAN JAYARATNE EN STRAHAN. Een studie in 1996 door JAYARATNE EN STRAHAN beoogde precies dat laatste⁹⁷¹. Deze auteurs gingen op basis van data tussen 1972 en 1991 na wat het effect was van deregulering in de bancaire sector op de economische groei in de Verenigde Staten. De deregulering, die in sommige staten werd doorgevoerd, opende volgens deze auteurs de deur voor schaalvoordelen, bankfusies, vervanging van slecht management, en verhoging van de incentives voor goed management. Dit alles resulteerde in een verhoging van de jaarlijkse groeiratio met 0,51% tot 1,10%⁹⁷². Het probleem van deze studie is o.i. dat het positief verband dat werd aangetoond er één is tussen liberalisering van de financiële markten en economische groei. Zoals we hierna zullen aangeven, is liberalisering echter niet noodzakelijk gelijk aan integratie⁹⁷³. Bovendien rijst de vraag *om welke redenen* tot liberalisering wordt beslist. Indien slechte regelgeving wordt gedereguleerd en markthindernissen worden geliberaliseerd, kan de verhoging van de groei eerder haar oorzaak vinden in

⁹⁶⁴ Bij de aanvang van de DG FIN STUDIE wordt uitdrukkelijk gewezen : “As mentioned, identifying a causal link between financial development and growth in the data poses considerable challenges. However, the economic profession has done a lot of progress since 1969 when Goldsmith concluded that “a rough parallelism can be observed between economic and financial development if periods of several decades are considered” (op 48), using cross-sectional data on 35 countries. To go beyond the mere correlation, researchers have used econometric techniques and identification strategies that allow to control for the possible feedback effects of economic growth on financial development, that is, for the fact that higher growth tends to call forth an increased supply of financial services” (op 17). Zie eveneens R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 467.

⁹⁶⁵ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 1998, 88, 559-587, 559-561.

⁹⁶⁶ Idem, 559-561.

⁹⁶⁷ J. ROBINSON, *The Rate of Interest and Other Essays*, London, Macmillan, 1952, 67-142; Zie tevens het overzicht in R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 467.

⁹⁶⁸ R. KING en R. LEVINE, “Finance and Growth: Schumpeter May be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 1993, 713-737; zie ook R. KING en R. LEVINE, “Finance, Entrepreneurship and Growth”, *Journal of Monetary Economics* 32, 1993, 513-542.

⁹⁶⁹ Idem, 468.

⁹⁷⁰ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001 vol. 17, nr. 4, 467-482, 467-8.

⁹⁷¹ J. JAYARATNE en Ph. STRAHAN, “The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation”, *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 111, 639-670.

⁹⁷² Idem, 639-670. Het tegenargument dat de staten deze deregulering doorvoerden in anticipatie van economische groei, wordt door de auteurs tegengesproken door te verwijzen naar het volume van het bankkrediet na de deregulering, dat min of meer stabiel bleef.

⁹⁷³ Zie hierna 5.2.2.

het verdwijnen van dergelijke slechte regulering, en dus zonder een bewijs te zijn dat financiële liberalisering *in abstracto* leidt tot meer groei⁹⁷⁴.

211. BEVESTIGING DOOR ANDERE EMPIRISCHE GEGEVENS. In dezelfde lijn concludeerden BEKAERT, HARVEY EN LUNDBLAD dat: “equity market liberalization (allowing foreign investors to transact in local securities and vice versa) did increase economic growth. [...] We find that liberalization leads to an approximate one percent increase in annual real per capita GDP growth over a five year period and find this increase to be statistically significant. This result is robust to a wide variety of experiments including: an alternative set of liberalization dates, different groupings of countries, regional indicator variables, business cycle effects, different weighting matrices for the calculation of standard errors, four different time-horizons for measuring economic growth and more”⁹⁷⁵. Ook een econometrische studie van DE AVILLA die als working paper van de EUROPESE CENTRALE BANK in september 2003 werd gepubliceerd, en die grotendeels was gebaseerd op de methodologie ontwikkeld door JAYARATNE EN STRAHAN, onderzocht de correlatie tussen financiering (*finance*) en economische groei (*growth*) en beoogde in het bijzonder het effect van financiële deregulering en harmonisatie in de bancaire sector binnen de Europese Unie op een termijn van meer dan 40 jaar (1960 tot 2001) te onderzoeken⁹⁷⁶. De studie concludeerde dat de liberalisering van de kapitaalcontroles een groei heeft betekend van minstens 0,6% per jaar en dat de harmonisatie van bankreglementering verder een groei heeft opgeleverd van minstens 1% per jaar⁹⁷⁷. De oorzaken van deze groei betreffen volgens de auteur van de studie grotendeels de gewijzigde financiële intermediatie. Zo is er een verbetering van de kwaliteit en efficiëntie van financiële intermediatie (en een vermindering van de toename van de ratio van defficiënte leningen tegenover het totaal aantal leningen)⁹⁷⁸. Bovendien is ook het aantal banken in de Europese Unie tussen 1990 en 1997 aanzienlijk gedaald, en dit met ongeveer 26%. Financiële integratie met andere woorden is ook een mechanisme om inefficiënte banken te vervangen⁹⁷⁹ (dit volgt niet alleen uit de studie van DE AVILLA maar ook uit de studie van JAYARATNE EN STRAHAN). Deze conclusie wordt ook bevestigd door andere studies : financiële integratie leidt tot schaalvergroting waardoor financiële instellingen van schaalvoordelen genieten⁹⁸⁰. De toename in efficiëntie van de financiële intermediatie lijkt in dat opzicht de grootste motor te (kunnen) zijn van de groei die verwezenlijkt wordt door financiële ontwikkeling.

⁹⁷⁴ Bovendien valt het o.i. niet uit te sluiten dat ook een anticipatie-effect bestaat in hoofde van de regelgever, waar de regelgever anticipeert op economische groei in die bepaalde regio, al dan niet gestuwd door belangengroepen die eveneens dergelijke groei anticiperen.

⁹⁷⁵ G. BEKAERT, C. R. HARVEY en Ch. LUNDBLAD, “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, Research series 200405-9, National Bank of Belgium (56 p.), op 28. De auteurs voegden daar echter aan toe: “Although our regressions are predictive, it is important to keep in mind that they reveal association not causality. While our analysis describes a number of plausible channels through which the liberalization effect may have occurred, the answer to the question ‘does’ rather than ‘did’ financial liberalization affect economic growth? remains difficult to answer definitively” (op 29).

⁹⁷⁶ D. ROMERO DE ÁVILA, “Finance and Growth in the Eu: New Evidence from the Liberalisation and Harmonisation of the Banking Industry”, Working Paper No. 266, september 2003, 4-5, 38-39 (omtrent de gevolgde methodologie, zie o.m. 25, 30, 33).

⁹⁷⁷ Idem, 39 : “Throughout the analysis, we find that the process of capital control lifting and the harmonisation of banking laws at the EU level have brought about important benefits in terms of increases in the growth rate of the economy. The growth impact from the liberalisation of capital controls is found to be at least of 0.6% per year which is equivalent to 21% of the unconditional averaged growth rate of per capita output experienced in the EU over 1960-2001. The estimates of the growth effect from the harmonisation of banking regulations entail that the implementation of Directives equivalent to 10 points has brought about an increase in output growth by at least 1% per year. Therefore, the maximum increase in output growth from the harmonisation of banking regulations can reach about 2%”.

⁹⁷⁸ Idem, 5 en 39

⁹⁷⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, “Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long-Term”, februari 1999; D. ROMERO DE ÁVILA, “Finance and Growth in the Eu: New Evidence from the Liberalisation and Harmonisation of the Banking Industry”, Working Paper No. 266, september 2003, 39. Zie tevens P. DAVIS en O. DE BANDT, “Competition, contestability and market structure in European Banking Sectors on the eve of EMU”, *Journal of Banking and Finance*, 2000, vol. 24/6, 1045-1066.

⁹⁸⁰ I. CABRAL, F. DIERICK en J. VESALA, “Banking Integration in the Euro Area”, *Occasional Working Paper*, 2002, n. 6, European Central Bank.

212. RECENTE PRECISERINGEN. In een recente studie brengen IMBS, ACHARYA EN STURGEES evenwel een aantal preciseringen aan inzake deregulering van de bankreglementering in de Verenigde Staten⁹⁸¹. Deze studie nuanceert in zekere mate de hoger aangehaalde studie van JAYARATNE EN STRAHAN. Financiële deregulering heeft volgens deze auteurs geen effect op de over-all groeiratio per land⁹⁸². Wel zal door de liberalisering het aandeel van snelgroeiende, volatiele sectoren in de over-all economieën per land stijgen. Dit is vooral het geval voor, enerzijds, staten met een groot aantal kleine en jonge ondernemingen en anderzijds, grote staten. Eén van de oorzaken daartoe is dat banken nog steeds binnen “staatsgrenzen” handelen. De auteurs geven twee mogelijke verklaringen : ofwel was de convergentie nog niet bereikt (het eindpunt van de deregulering, nl. 1994, zou dan als beginpunt van de convergentieperiode genomen moeten worden), ofwel is de convergentie een “extreem traag proces”, hetgeen de auteurs als volgt schetsen : “[t]his could happen because local information advantages continue to prevail as far as bank lending is concerned. A large body of recent literature in finance has suggested that such local information effects are important, for example, in understanding home bias in country-level equity portfolios, a regional bias in within-country equity portfolios, etc. [...] [E]ven though banks are clearly lending to farther firms as time passes, the mean and median distance between the main office of the borrowing firm to the office or branch of the lender are still quite small: 67.8 miles and 5.0 miles, respectively, based on 1993 data. This suggests that local information advantages, and possibly also organizational scale and scope restrictions, make individual states the relevant laboratory for understanding sectoral allocations and their efficiency”⁹⁸³.

213. EMPIRISCHE STUDIES VAN RAJAN EN ZINGALES. Waar de hierboven geciteerde studies voornamelijk het verband betreffen tussen financiële liberalisering (of deregulering) en groei, hebben RAJAN EN ZINGALES in twee artikelen van 1998 en 2001 het verband tussen financiële ontwikkeling en groei onderzocht (het terminologische onderscheid komt hieronder in 5.2.2. aan bod)⁹⁸⁴. Volgens deze auteurs heeft financiële ontwikkeling een positief effect op ondernemingen en industrieën die afhankelijk zijn van externe financiering voor hun groei : “[s]uch a finding [...] could be the ‘smoking gun’ in the debate about causality. [...] Their hypothesis would imply that, *ceteris paribus*, an industry such as drugs and pharmaceuticals, which requires a lot of external funding, should develop relatively faster than tobacco, which requires little external finance, in countries that are more financially developed”⁹⁸⁵. Een verhoging van de efficiëntie van de financiële sector – bijvoorbeeld door het invoeren van meer efficiënte pand- en zekerheidsrechten of meer efficiënte boekhoudkundige normen – komt de groei van dergelijke ondernemingen ten goede⁹⁸⁶.

⁹⁸¹ Zie J. IMBS, V. ACHARYA e. J. STURGEES, “Finance and the Efficiency of Capital Allocation : Do Bank Branching Regulations Matter?”, *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (31 p. en bijlagen).

⁹⁸² Idem, 31.

⁹⁸³ Idem, 27.

⁹⁸⁴ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 1998, 559-587; R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482. Tevens geciteerd door COMMITTEE OF WISE MEN, “Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 9 november 2000 (44 p.), 40-41.

⁹⁸⁵ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 469 en 470.

⁹⁸⁶ Deze studie heeft een bijzonder belangrijke impact gehad. Zie vb. G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 8 : “[...] financial modernisation helps channel funds from low growth sectors to sectors with high potential growth. It has been found that financial development exerts a disproportionately positive effect in industries that for technological reasons depend heavily on external finance (pharmaceuticals, for instance) and have good growth opportunities. Raising the level of financial development may result in an increase in firms’ value-added growth of approximately 0.5 to 0.9 percentage point in the countries that made up the EU before 1 May 2004”. De studie van RAJAN EN ZINGALES heeft met name een nieuwe literatuur (*cross-country industry data approach*) mogelijk gemaakt. Zie E. Papaioannou en A. Ciccone, “Adjustment to Target Capital, Finance, and Growth”, *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (26 p. en bijlagen), 3 (deze laatste auteurs baseren zich daarentegen op een andere methode – zie hieronder). De methodologie werd succesvol gebruikt

214. RECENTE ANDERE STUDIES. In 2001 vervolgden BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT E.A. deze ingeslagen methodologische weg, en stelden onder meer vast dat financiële ontwikkeling een comparatief voordeel kan zijn waarbij landen met meer ontwikkelde financiële systemen hogere exportratio's hebben ten aanzien van industrieën die externe financiering behoeven⁹⁸⁷. Ook in andere studies werden deze bevindingen bevestigd⁹⁸⁸ – zo onder meer door LEVINE EN ZERVOS⁹⁸⁹, ROUSSEAU EN WACHTEL⁹⁹⁰, BECK, LEVINE EN LOAYZA⁹⁹¹. Andere recente studies volgden een andere methodologie, maar kwamen eveneens tot de conclusie dat er causaliteit bestaat tussen financiële ontwikkeling en groei. Zo bestudeerden FISMAN EN LOVE de co-bewegingen in de groeiratio's van landen met een gelijkaardig niveau van industriële en financiële ontwikkeling⁹⁹². Verder concludeerden PAPAIOANNOU EN CICCONE dat financiële ontwikkeling⁹⁹³ zou kunnen bijdragen tot een productiviteitsverhoging aangezien door financiële ontwikkeling kapitaal sneller naar industrieën met een hogere productiviteit zou kunnen worden gealloceerd⁹⁹⁴. Ten slotte werd door DE SERRES E.A. op basis van data omtrent ondernemingen in 20 landen onderzocht of industrieën die meer op externe financiering behoefte doen sneller groeien in landen waar de regulering in een sterke mededinging inzake bancaire en financiële diensten

in meerdere studies, zoals J. IMBS, V. ACHARYA en J. STURGEISS, "Finance and the Efficiency of Capital Allocation : Do Bank Branching Regulations Matter?", *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on "Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe"), Berlijn, 28-29 september 2006 (31 p. en bijlagen), 20 e.v. : "If branching restrictions limit the access of banks to the entire spectrum of activities within a state, then the limitation is likely to be felt more severely by those sectors which are more dependent on external finance. If the limitation arises because of information frictions, then sectors with young and small firms may be restricted from obtaining bank financing and also suffer in terms of investment allocation relative to activities populated by more mature or larger firms. Thus, relaxation of branching restrictions should move these sectors closer to their efficient levels of investment allocation." (op 21).

⁹⁸⁷ T. BECK, A. DEMIRGÜÇ-KUNT, R. LEVINE en V. MAKSIMOVIC, "Financial Structure and Economic Development : Firm, Industry, and Country Evidence", in : A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE (eds.), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, MIT Press, 2001.

⁹⁸⁸ Zie tevens de overzichten (in chronologische volgorde) van M. PAGANO, "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, 1993, 37, 613-622 (te noteren valt dat dit overzicht dateert van voor de meeste empirische onderzoeken van de jaren negentig); P. WACHTEL, "How Much Do We Really Know about Growth and Finance?", *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, 2003, 33-47; J. DRIFILL, "Growth and Finance", *The Manchester School*, 2003, 71, 363-80; T. ANDERSEN en F. TARP, "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs", *Journal of International Development*, 2003, 15, 189-209; G. BEKAERT, C.R. HARVEY en C. LUNDBLAD, "Does Financial Liberalization Spur Growth?", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, 3-55; CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, "Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944.

⁹⁸⁹ R. LEVINE en S. ZERVOS, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 1998, 88, 537-558. Eveneens geciteerd door COMMITTEE OF WISE MEN, "Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 9 november 2000 (44 p.), 41. Zie tevens R. LEVINE en S. ZERVOS, "Stock Market Development and Long-Run Growth", *The World Bank Economic Review*, 1996, 10, 323-339.

⁹⁹⁰ P. ROUSSEAU en P. WACHTEL, "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-95", *Journal of Banking and Finance*, 2000, 24, 1933-1957.

⁹⁹¹ T. BECK, R. LEVINE en N. LOAYZA, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46, 31-77. Tevens geciteerd door COMMITTEE OF WISE MEN, "Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 9 november 2000 (44 p.), 41. Zie tevens de andere publicaties van LEVINE : R. LEVINE, "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1999, 30, 596-613; R. LEVINE "Law, Finance, and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 1999, 8, 8-35; R. LEVINE, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Journal of Intermediation*, 2002, 11, 1-30.

⁹⁹² R. FISMAN en I. LOVE, "Financial Development and Intersectoral Allocation", *Journal of Finance*, 2004, 59.

⁹⁹³ Gedefinieerd als "total credit provided to the private sector relative to GDP". Data tussen 1980 en 1989 werden verkregen van de 2005 *World Bank World Development Indicators*. Zie E. PAPAIOANNOU en A. CICCONE, "Adjustment to Target Capital, Finance, and Growth", *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on "Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe"), Berlijn, 28-29 september 2006 (26 p. en bijlagen), 13.

⁹⁹⁴ Idem, 20.

voorziet⁹⁹⁵. Ook deze auteurs kwamen tot de conclusie dat de regulering een statische significante impact heeft op de productiviteitsgroei en op de toegang van nieuwe ondernemingen (firm entry), en dit via de impact op industriële sectoren die meer op externe financiering behoefte doen⁹⁹⁶.

5.2.2. Begripsverwarring en voorstel van werkdefinities

215. THEORIEVORMING – OVERZICHT. Op het eerste zicht is een uniform theoretisch verklaringsmodel moeilijk te vinden. Eén van de belangrijkste redenen is de dispariteit in terminologieën. RAJAN EN ZINGALES gebruikten de term “financiële ontwikkeling” (financial development) en verwezen daarbij onder meer naar “goede” boekhoudkundige normen, transparantie, het juridisch systeem en faillissementsrecht⁹⁹⁷. De DG FIN STUDIE en de LONDON ECONOMICS STUDIE – die geciteerd werden in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4* – verwezen grotendeels naar “financiële integratie”. Maar zelfs het concept “financiële integratie” verschilt inhoudelijk van studie tot studie⁹⁹⁸. Naast “financiële ontwikkeling” en “financiële integratie” bestaat er bovendien nog een waaier van andere begrippen die in de hierboven aangehaalde studies gebruikt werden, zoals “deregulering”⁹⁹⁹ of “liberalisering”¹⁰⁰⁰. De dispariteit in gebruikte terminologieën stelt een fundamentele vraag, namelijk : *welke causaliteit werd door de empirische studies precies gemeten?* We komen hier verder op terug, maar we stellen voor om alvast terminologische klaarheid te na te streven. Uit de hierboven aangehaalde literatuur blijken vier begrippen te bestaan, namelijk : (i) financiële integratie, (ii) financiële liberalisering/deregulering, (iii) financiële ontwikkeling en (iv) financiële structuur. We stellen de hiernavolgende werkdefinities voor.

216. “FINANCIËLE INTEGRATIE”. Financiële integratie betekent dat gesegmenteerde financiële markten worden vervangen door geïntegreerde financiële markten¹⁰⁰¹. Dit betekent dat in een volledig geïntegreerde financiële markt alle mogelijke marktparticipanten met dezelfde relevante eigenschappen

⁹⁹⁵ A. DE SERRES, S. KOBAYAKAWA, T. SLØK en L. VARTIA, “Regulation of Financial Systems and Economic Growth”, *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (49 p.). De auteurs rangschikken de niveaus van mededinging in de landen op basis van een weging van verscheidene criteria : “In the case of banking, regulatory impediments to competition focus essentially on barriers to entry (both foreign and domestic), on lines-of-business restrictions and on the scope of government ownership. As for markets for debt and equity instruments, the regulatory indicators cover the following four areas: contract enforcement, access to credit, investor protection and bankruptcy procedures” (op 32).

⁹⁹⁶ Idem, 32.

⁹⁹⁷ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 480.

⁹⁹⁸ Zie het verschillend gebruik van dit begrip in de diverse studies die besproken werden in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4* (en in het bijzonder 4.4.1. en 4.4.3.) : LONDON ECONOMICS (in samenwerking met PRICEWATERHOUSECOOPERS en OXFORD ECONOMIC FORECASTING), “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, november 2002 (224 p.), op 126 (“reduction in the cost of equity, debt and bank finance, and increase in share of debt finance”; simulatie nr. 4); M. GIANNETTI, L. GUISSO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.), 43-45.

⁹⁹⁹ Vb. J. JAYARATNE en Ph. STRAHAN, “The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation”, *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 111, 639-670.

¹⁰⁰⁰ Vb. D. ROMERO DE ÁVILA, “Finance and growth in the EU: new evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry”, *Working Paper No. 266*, september 2003.

¹⁰⁰¹ FSAP, 3. Zie tevens de definitie van de vice-voorzitter van de Europese Centrale Bank, LUCAS PAPADEMOS : “What I mean by financial integration is the establishment of a fully integrated market, in which all potential market participants with the same relevant characteristics face a single set of rules, have equal market access and are treated equally when they are active in the market”. L. PAPADEMOS, “Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe”, Toespraak bij de Annual Meeting of the Institut International d’Etudes Bancaires te Athene, 20 oktober 2006 (5 p.), 2.

(i) binnen deze markt onderworpen zijn aan een eengemaakte set regels, (ii) een gelijke toegang hebben tot de markt, en (iii) gelijk worden behandeld wanneer zij op de markt actief zijn¹⁰⁰².

217. “FINANCIËLE LIBERALISERING” OF “FINANCIËLE DEREGULERING”. Daarmee sluit financiële integratie aan bij financiële liberalisering (in economische literatuur soms ook “deregulering” genaamd), hetgeen betekent dat hindernissen voor kapitaalstromen worden verwijderd¹⁰⁰³. Waar liberalisering de methode is, is integratie daarbij het gevolg en/of het doel. Om deze reden mag financiële integratie niet in alle gevallen gelijk worden gesteld aan liberalisering.

218. “FINANCIËLE ONTWIKKELING”. Financiële ontwikkeling betekent het gemak waarmee het aanbod van financiering de vraag naar financiering bedient¹⁰⁰⁴. Het sleutelbegrip voor financiële ontwikkeling is de *efficiëntie van de intermediatie* tussen financieringsaanbod en -vraag. Met andere woorden zal financiële ontwikkeling neerkomen op een geheel van innooveringsprocessen en organisatieverbeteringen met het oog op het reduceren van assymetrische informatie of transactiekosten en het verhogen van mededinging (de moeilijke vraag naar de concrete identificatie van dergelijke processen en verbeteringen volgt later in deze Afdeling)¹⁰⁰⁵.

219. “FINANCIËLE STRUCTUUR”. Financiële structuur staat ten slotte voor de mix van banken, aandelenmarkten en andere instellingen van de financiële sector¹⁰⁰⁶.

5.2.3. Economische theorie

220. HET CAUSALITEITSMODEL. De hierboven aangehaalde empirische studies kunnen worden ondergebracht in één van twee economische modellen (mits een diversiteit aan verscheidene modellen en submodellen worden samengebald tot de essentialia), namelijk het neoklassieke economische model en het interne groeiemodel. Deze twee modellen worden hierna kort weergegeven; om de tekst zo helder mogelijk te houden wordt naar beide modellen verwezen als het “causaliteitsmodel”, waarmee we bedoelen dat er een causaliteit is tussen enerzijds financiële ontwikkeling dan wel financiële integratie en anderzijds economische groei.

221. NEOKLASSIEKE MODEL. In het neoklassieke economische model (*capital reallocation model*) is een globaal geïntegreerde financiële markt, met internationale kapitaalstromen, een motor voor

¹⁰⁰² G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 4.

¹⁰⁰³ Zie vb. G. BEKAERT, C. R. HARVEY en Ch. LUNDBLAD, “Does Financial Liberalization Spur Growth?”, *Research series 200405-9, National Bank of Belgium* (56 p.), op 1: “Equity market liberalizations give foreign investors the opportunity to invest in domestic equity securities and domestic investors the right to transact in foreign equity securities”.

¹⁰⁰⁴ Gebaseerd op R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 1998, 88, 559-587, 569 : “Ideally, financial development should measure the ease with which borrowers and savers can be brought together, and once together the confidence they have in one another. Thus financial development should be related to the variety of intermediaries and markets available, the efficiency with which they perform the evaluation, monitoring, certification, compliance and distribution functions, and the legal and regulatory framework assuring performance”. Cf. de definitie van LUCAS PAPADEMOS : “What I call financial development is the process of introducing financial innovations and organisational improvements in the financial system that reduce asymmetric information, increase the completeness of markets and the contracting possibilities of agents, reduce transaction costs and increase competition”. L. PAPADEMOS, “Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe”, Toespraak bij de Annual Meeting of the Institut International d’Etudes Bancaires te Athene, 20 oktober 2006 (5 p.), 2.

¹⁰⁰⁵ G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 4.

¹⁰⁰⁶ Hiertoe behoort het zgn. onderscheid tussen “bank-based economies” en “market-based economies”. T. BECK, A. DEMIRGÜÇ-KUNT, R. LEVINE en V. MAKSIMOVIC, “Financial Structure and Economic Development : Firm, Industry, and Country Evidence”, in : A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE (eds.), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, MIT Press, 2001. Cf. J. DRIFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 373-374. K. BINH, S. Y. PARK en B. S. SHIN, “Financial Structure Does Matter for Industrial Growth: Direct Evidence from OECD Countries”, 2006 (30 p.).

groei¹⁰⁰⁷. Kapitaal zou immers van (relatief) rijkere naar (relatief) armere regio's moeten vloeien om minstens drie redenen¹⁰⁰⁸. Ten eerste zal het marginale product per eenheid van kapitaal groter zijn in arme landen¹⁰⁰⁹. Ten tweede zullen productieve armere landen meer buitenlands kapitaal moeten kunnen aantrekken omdat ze de mogelijkheid hebben dit beter aan te wenden. En ten derde voegt het nieuw kapitaal (naast investeringen) ook bijkomende voordelen zoals nieuwe productie- of controletechnologieën toe, hetgeen kan bijdragen tot een beter gebruik van het buitenlands kapitaal¹⁰¹⁰. Bijgevolg zullen in theorie kapitaalstromen van regio's met een overschot aan kapitaal plaatsvinden naar regio's met een tekort aan kapitaal. Vrij verkeer van kapitaal laat dus een meer efficiënte allocatie toe van het spaarvermogen en directe middelen, en dit op basis van de meest productieve aanwending van dat kapitaal¹⁰¹¹. Indien de kapitaalkost van ondernemingen daardoor vermindert, wordt ook de drempel voor investeringsprojecten verlaagd¹⁰¹². De toename in investeringen die daardoor ontstaat, zal de economie verder stimuleren en de werkloosheidsgraad doen afnemen, hetgeen ultiem leidt tot meer economische groei¹⁰¹³.

222. INTERNE GROEI MODEL. In het interne groei model (*endogenous growth model*)¹⁰¹⁴ –staat daarentegen een verhoogde risico-beheersing en risico-diversificatie centraal¹⁰¹⁵. Als een gevolg daarvan wordt de algemene efficiëntie van investeringen verhoogd, hetgeen in het interne groei model vervolgens leidt tot een permanente verhoging van de groeiratio en van de welvaart¹⁰¹⁶. Hoewel dit model – anders dan het neoklassieke model – vooral gebaseerd is op financiële ontwikkeling, bestaat ook hier een verband met financiële integratie beklemtoond. Financiële integratie laat immers makkelijker territoriale risico-diversificatie toe (zo vb. de nadruk die de FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER legde op het effect van de internationalisering van effectenportefeuilles als risico-diversificerende factor)¹⁰¹⁷. De kapitaalkost zal bijgevolg in gesegmenteerde (niet-geïntegreerde) markten groter zijn dan in geïntegreerde markten aangezien investeerders een compensatie wensen voor het lokale, idiosyncratische risico dat zij lopen in dergelijke gesegmenteerde markt. Omgekeerd zou een toename van de integratie van de financiële markten er dus toe moeten leiden dat de kapitaalkost vermindert. Theoretisch zou dat niet alleen in de Europese context maar ook in een globale context

¹⁰⁰⁷ Cf. de hoger geciteerde studie van E. PAPAIOANNOU en A. CICCONE, "Adjustment to Target Capital, Finance, and Growth", *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on "Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe"), Berlijn, 28-29 september 2006 (26 p. en bijlagen), 20.

¹⁰⁰⁸ E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, "Foreign Capital and Economic Growth", 25 augustus 2006. Zie tevens K. MATSUYAMA, "Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking, and Endogenous Inequality of Nations", *Econometrica*, 2004, vol. 72/3, 853, 853.

¹⁰⁰⁹ Zie tevens B. EICHENGREEN en M. MUSSA, i.s.m. G. DELL'ARICCIA, E. DETRAGIACHE, G.M. MILESI-FERRETTI en A. TWEEDIE, "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects", *Occasional Paper No. 172, International Monetary Fund*, 1998, op 12.

¹⁰¹⁰ E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, "Foreign Capital and Economic Growth", 25 augustus 2006.

¹⁰¹¹ S. FISCHER, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", IMF Seminar – Asia and the IMF, 19 september 1997, nr. 10 : "Put abstractly, free capital movements facilitate an efficient global allocation of savings and help channel resources to their most productive uses, thus increasing economic growth and welfare".

¹⁰¹² D. COLLINS EN M. ABRAHAMSON, "Measuring the Cost of Equity in African Financial Markets", *Emerging Markets Review*, 2006, 7, 67-81, 68.

¹⁰¹³ Idem, 68.

¹⁰¹⁴ Zie o.m. M. OBSTFELD, "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth", *American Economic Review*, 1994, vol. 84/5, 1310-1329.

¹⁰¹⁵ W. FONTEYNE, "EU: From Monetary to Financial Union", *Finance & Development*, 2006, vol. 43/2, 48: "Financial integration allows investors to seek higher returns and lower risks through diversification, and it enables borrowers to finance themselves less expensively and more reliably in deeper and more complete financial markets".

¹⁰¹⁶ Zo ook J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448, 433.

¹⁰¹⁷ FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, "Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group", oktober 1999, 6.

moeten gelden. Sommige empirische studies bevestigen deze theorie, met indicaties dat liberalisering van de financiële markten inderdaad een vermindering van de kapitaalkost teweeg brengt¹⁰¹⁸.

223. INTERNE GROEI MODEL (II). In het interne groei model is het essentieel te begrijpen hoe de risico's worden beheerst (en gereduceerd) door de financiële ontwikkeling. In dat verband werd in de literatuur vooral de nadruk gelegd op de *assymetrische informatie* die bestaat tussen de ondernemingen die financiering behoeven en de financiële instellingen die financiering verstrekken¹⁰¹⁹. DRIFFILL benadrukte dat de managers van een onderneming het ware toekomstpotentieel van hun project beter kunnen inschatten dan de personen die het project financieren. Bovendien bestaat het risico dat de managers nadat de financiering is bekomen hun inspanningen afzwakken, of de fondsen verduisteren (of misschien bestond er zelfs geen financierbaar project)¹⁰²⁰. Het reduceren van de risico's verbonden aan deze assymetrische informatie zou daarom beschouwd kunnen worden als de essentie van financiële ontwikkeling. LEVINE argumenteerde dat om deze reden vijf functies van een financieel systeem essentieel kunnen worden geacht : (i) de beperking van risico's, (ii) de allocatie van middelen, (iii) de monitoring van managers, (iv) mobilisatie van het spaarvermogen en (v) het vergemakkelijken de handel in goederen en diensten¹⁰²¹. Aansluitend daarbij, ten derde, werd vooral door RAJAN EN ZINGALES ingegaan op de *efficiëntie van de financiële intermediatie*¹⁰²². De sleutel is volgens deze auteurs hoe een meer ontwikkelde financiële sector kan bijdragen tot een groei van het aantal – eerder dan de omvang van – ondernemingen. Dit verband is de mate waarin kan worden beslist tot financiering op basis van “intangible ideas and project opportunities”, en niet alleen op basis van vaste activa¹⁰²³. Zij concluderen dat : “[f]rom a policy perspective, it would appear that a country intent on economic development should fix its financial plumbing; specifically, its accounting and disclosure system and its legal and bankruptcy codes”¹⁰²⁴.

5.3. ONDERZOEK VAN “DISSONANTE” ECONOMISCHE STEMMEN

224. DISSONANTE STEMMEN. De meeste hierboven aangehaalde studies – met enkele uitzonderingen – dateren van na de tweede helft van de jaren negentig. Dat is geen toeval¹⁰²⁵. BECK, DEMIRGÜÇ-KUNT EN LEVINE stelden in 2001 dat een paradigmawijziging was opgetreden van een “berekende onverschilligheid” naar “een algemene maar zeker niet unanieme consensus” dat financiële systemen een belangrijke impact hebben op economische groei¹⁰²⁶. Volgens deze auteurs bestond eind jaren tachtig nog een belangrijke strekking die het belang van financiële ontwikkeling minimaliseerde : “[...] a collection of essays by the ‘pioneers’ of development economics – including three Nobel Prize winners – does not discuss finance [...]. More explicitly, Nobel laureate, Robert Lucas (1988), dismisses the idea that finance plays a leading role in the process of economic growth”¹⁰²⁷. Het is dus geen

¹⁰¹⁸ Zie vb. D. COLLINS en M. ABRAHAMSON, “Measuring the cost of equity in African financial markets”, *Emerging Markets Review*, 2006, 7, 67-81, 68.

¹⁰¹⁹ J. DRIFFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 365.

¹⁰²⁰ Idem, 365.

¹⁰²¹ R. LEVINE, “Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, 1997, 688-726.

¹⁰²² R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 470-71. Zie tevens J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448, 433.

¹⁰²³ Idem, 471. Zie tevens : “[...] it appears that industries can raise finance more easily as the financial system develops because physical collateral becomes less important, while intangible assets and future cash flows can be financed” (471-472).

¹⁰²⁴ R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 480.

¹⁰²⁵ J. DRIFFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 365.

¹⁰²⁶ T. BECK, A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE, “Legal Theories of Financial Development”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 483-504, 483.

¹⁰²⁷ Idem, 483. Zie tevens C. MAYER en O. SUSSMAN, “The Assessment : Finance, Law, And Growth”, *Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 457-466.

traditioneel vaststaand gegeven dat financiële systemen een positieve impact hebben op groei en werkgelegenheid. Bovendien zijn ook nog steeds – en, zoals hierna blijkt, misschien zelfs in toenemende mate – economische studies die de theorievorming of empirische studies in vraag stellen. Het probleem is dat deze “dissonante” literatuur eens te meer zo dispaaraat en terminologisch inconsistent is, dat door de bomen het bos niet meer kan worden gezien. In de volgende randnummers proberen we om die reden de belangrijkste “dissonante” punten van kritiek samen te vatten.

5.3.1. Kritiek van methodologische aard

225. METHODOLOGISCHE VRAGEN. De methodologie van verscheidene van de hierboven aangehaalde studies werd bekritiseerd. Zo werd de studie van KING EN LEVINE bekritiseerd door RAM, die op grond van dezelfde gegevens tot een andere conclusie kwam. Volgens RAM blijkt dat de correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei ofwel neutraal is, ofwel zelfs licht negatief¹⁰²⁸: “[o]ut of the entire set of 95 countries, the correlations are positive in 39 cases, of which nine show statistical significance [...]. The preponderance of evidence thus suggests a negligible or weakly negative association between economic growth and a prime proxy for financial development”¹⁰²⁹. Een andere studie, door MANNING, lijkt op hetzelfde te wijzen. Wanneer de economische groei in 47 landen werd vergeleken met hun respectieve financiële ontwikkeling, zou de groei veroorzaakt door de financiële ontwikkeling ongeveer 1% per jaar betekenen¹⁰³⁰ (merk op dat dit ongeveer gelijk is aan de conclusies, in de optimale simulaties, van de in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4* aangehaalde LONDON ECONOMICS STUDIE en de DG FIN STUDIE)¹⁰³¹. Echter, wanneer deze conclusies nader onderzocht werden, bleken de resultaten substantieel veroorzaakt door sommige uitschieters. Indien deze uitschieters – in de studie was dat bijvoorbeeld Taiwan – niet werden meegerekend, behield enkel nog marktkapitalisatie (als één van de variabelen van financiële ontwikkeling) enige statistische relevantie voor groei¹⁰³². Bij andere correcties bleken zelfs alle variabelen van financiële ontwikkeling statistisch irrelevant voor economische groei. Dat zou erop kunnen duiden dat de correlatie tussen groei en financiële ontwikkeling toch afhangt van een set “onzichtbare variabelen”, namelijk juridische, politieke en institutionele variabelen, die bovendien vaak gelden voor gehele regio’s. Op dezelfde grond bekritiseerde MANNING ook de hierboven geciteerde studie die RAJAN EN ZINGALES in 1998 uitvoerden. Bij her-analyse van de resultaten van deze studie, blijkt dat de causaliteit die gevonden werd, deels terug te brengen was tot de uitzonderlijke prestatie van drie Aziatische landen. MANNING concludeert dat de empirische gegevens in verscheidene studies substantieel beïnvloed zijn door “extraordinary economic performance of the newly industrialising countries of the Pacific rim during the 1980s”, hetgeen zelf eerder een resultaat is van institutionele, culturele, politieke, organisationele en omgevingsfactoren¹⁰³³. Zo kan worden gesteld dat de variabelen die wijzen op financiële ontwikkeling wel in verband lijken te staan met groei, maar dat deze variabelen in werkelijkheid neerkomen op juridische, sociale en institutionele kenmerken van de bestudeerde landen¹⁰³⁴. Het is met andere woorden niet met zekerheid vast te stellen dat zulke variabelen exogeen zijn aan de groei, zelfs indien deze groei nadien gebeurt¹⁰³⁵.

¹⁰²⁸ R. RAM, “Financial Development and Economic Growth : Additional Evidence”, *The Journal of Development Studies*, 1999, 35, 4, 164-174, 172. Zie tevens CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944, 1908.

¹⁰²⁹ Idem, 166.

¹⁰³⁰ M. J. MANNING, “Finance Causes Growth : Can We Be So Sure?”, *Working Paper*, 2002. Cf. tevens J. DRIFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 369.

¹⁰³¹ Zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4*.

¹⁰³² M. J. MANNING, “Finance Causes Growth : Can We Be So Sure?”, *Working Paper*, 2002.

¹⁰³³ Idem.

¹⁰³⁴ J. DRIFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 376 : “[...] the theoretical models each typically give a highly incomplete view of how finance (or some aspects of the financial system) affects growth. They do not give a complete picture of how finance affects growth. *A fortiori* they do not provide a complete theory of growth”.

¹⁰³⁵ Idem, 376.

5.3.2. Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële ontwikkeling

226. VRAGEN BIJ DE CAUSALITEIT TUSSEN FINANCIËLE ONTWIKKELING EN GROEI. De kritiek inzake de theorievorming gaat evenwel nog dieper. Er lijken immers een aantal vragen te bestaan die niet meteen kunnen beantwoord worden door de klassieke modellen¹⁰³⁶. In 1995 stelden DE GREGORIO EN GUIDOTTI dat het positieve effect van financiële liberalisering op groei varieert afhankelijk van land en van tijdstip¹⁰³⁷. Er kan in sommige situaties zelfs een negatief effect bestaan tussen liberalisering en groei. De auteurs geven als illustratie de Latijns-Amerikaanse financiële liberalisering in de jaren zeventig en tachtig : “[...] the removal of financial repression requires an appropriate regulatory framework to avoid costly financial crisis”¹⁰³⁸. Daarnaast bestaan een aantal studies die erop wijzen dat de correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei gering is of zelfs statistisch irrelevant is. Zo bijvoorbeeld werd in een studie van PARK geen bewijs gevonden dat financiële ontwikkeling in Korea en Taiwan de mobilisatie van het spaarvermogen of allocatieve efficiëntie had verbeterd¹⁰³⁹. WACHTEL toonde in een studie aan dat de correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei niet zo sterk is in ontwikkelde landen als in minder ontwikkelde landen¹⁰⁴⁰. Bovendien moet verwezen worden naar de hierboven reeds geciteerde studie van RAM, waarin werd geconcludeerd tot “[...] a negligible or negative association between financial development and growth”¹⁰⁴¹. De “test” van RAM werd in 2003 overgedaan door DAWSON in de context van 13 Centraal- en Oost-Europese economiën voor de periode tussen 1994 en 1999¹⁰⁴². Ook hier was het resultaat dat er geen significante positieve relatie bestaat tussen financiële ontwikkeling en economische groei in deze landen : “[t]hese results do not support the existence of a positive and significant relationship between financial development and economic growth in CEECs [Central and East European Countries]. Thus, economic growth in CEECs is not constrained by underdeveloped financial sectors. This lends support to the counter-intuitive conclusions of Ram [...] where the relationship between financial development and economic growth is found to be ‘negligible or weakly negative’. The evidence from panel data here casts further doubt on the conventional wisdom, by for example the World Bank (1989) and formulated from many empirical studies, that financial development promotes economic growth”¹⁰⁴³.

227. NEGATIEF VERBAND TUSSEN DE BANKONTWIKKELING EN GROEI? Verder bestaan studies die een negatief verband hebben aangetoond tussen bankontwikkeling en groei. Zo kwam een studie tot de conclusie dat er een significante *negatieve* correlatie bestond tussen de bankontwikkeling en de economische groei voor acht Aziatische economiën gedurende de periode tussen 1960 en 1999¹⁰⁴⁴. LEVINE haalt, op een theoretisch niveau, drie redenen aan waarom bankontwikkeling groei kan

¹⁰³⁶ Zie hierna. Cf. S. BRISCOE en K. GUHA, *Financial Times*, 28 augustus 2006, 11 : “But why are some developing countries benefiting much more from globalisation than others? What impact does offshoring of production to developing countries have on wages for workers in the developed world? What is the relationship between financial globalisation and economic growth? And how should monetary policymakers respond to globalisation?”

¹⁰³⁷ J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448, 445.

¹⁰³⁸ Idem, 445.

¹⁰³⁹ Y.C. PARK, “The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan”, in : A. GIOVANNINI (ed.), *Finance and Development : Issues and Experience*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993. Zie ook J. DRIFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 1463-6786, 363-380, 376. M. KHAN en A. SENHADJI, “Financial Development and Economic Growth: An Overview”, *Journal of African Economies*, 2003, 12, 89-110 (hoewel uit deze studie geen rechtstreekse besluiten zijn te trekken dat het tegendeel zou waar zijn; de studie noopt daarentegen eerder tot voorzichtigheid inzake intuïties aan).

¹⁰⁴⁰ P. WACHTEL, “How Much Do We Really Know about Growth and Finance?”, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, 2003, 33-47. Cf. ook C. CALDERON en L. LIU “The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth”, *Journal of Development Economics*, 2003, 72, 321-334; CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth – Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944.

¹⁰⁴¹ Cf. *supra*.

¹⁰⁴² P. DAWSON, “Financial Development and Growth in Economies in Transition”, *Applied Economics Letters*, 2003, 10, 833-836, 835.

¹⁰⁴³ Idem, 835.

¹⁰⁴⁴ K. ZHANG, “Does Financial Development Promote Economic Growth in the East Asia?”, *China Journal of Finance*, 2003, 1, 1-10.

hinderen¹⁰⁴⁵. Zo kunnen banken de invloed die ze hebben op ondernemingen op een negatieve wijze aanwenden¹⁰⁴⁶. Ten tweede hebben banken een neiging om voorzichtig te zijn; een sterke bankontwikkeling kan daardoor mogelijks innovatie tegenwerken. Ten derde kunnen banken samenwerken met de onderneming tegen andere schuldeisers en op deze wijze de vervanging van inefficiënt management tegenwerken (indien dat management genereus is tegenover deze bank)¹⁰⁴⁷. Dit zou kunnen bevestigen dat financiële structuur relevant kan zijn in dit verband. Zo bleek uit een recente studie dat “We find that industries with high R&D intensity, high operating risk, and high capital intensity indeed grow faster in countries with more pronounced market-based financial structures. This paper thus provides direct evidence of the relationship between financial structure and industrial growth”¹⁰⁴⁸.

228. NEGATIEF VERBAND TUSSEN DE ONTWIKKELINGEN VAN DE AANDELENMARKTEN EN GROEI? Sommige auteurs hebben verder geargumenteed dat ook de ontwikkeling van de aandelenmarkten een negatieve invloed kunnen uitoefenen op economische groei. STIGLITZ bijvoorbeeld argumenteerde dat de liquiditeit van de aandelenmarkt de incentives om informatie te verzamelen omtrent ondernemingen of corporate governance regels te doen afdwingen, niet versterkt¹⁰⁴⁹. Integendeel, door een excessieve liquiditeit kunnen beleggers precies de incentive hebben om hun aandelen te verkopen¹⁰⁵⁰. Een ander theoretisch argument is dat van DEVEREUX EN SMITH : indien het spaarvermogen verkleint doordat grotere risico's worden genomen via investeringen in de aandelenmarkten, zou dat een negatieve impact kunnen hebben op de economische groei¹⁰⁵¹. Nog een ander argument – ontwikkeld door DE LONG E.A. – is dat excessieve aandelenhandel de “ruis” (*noise*) verhoogt in de markt, waardoor een efficiënte allocatie van de middelen bemoeilijkt wordt¹⁰⁵². Ook kunnen door een excessieve aandelenhandel niet-productieve overnames worden vergemakkelijkt¹⁰⁵³. In hun recente studie concludeerden SHEN EN LEE in dit opzicht : “To sum up, it can be said that any theoretical indication of a link between improvements in stock markets and faster economic growth still remain ambiguous. Despite the wealth of research in these areas, the absence of a consensus of opinion has meant that no one theory has gained the full support of the entire economic community; on the contrary, somewhat conflicting and often contradictory findings have left many deeply puzzled”¹⁰⁵⁴. Hoewel dit niet de oplossing vormt voor alle gestelde problemen, kan een mogelijke verklaring gevonden worden in het feit dat verschillende landen (en regio's) zich in verschillende economische en financiële stadia bevinden. De correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei zou om deze reden mogelijks niet lineair zijn, maar eerder afhangen van het economisch en financieel stadium waarin dat land of die regio zich bevindt¹⁰⁵⁵.

¹⁰⁴⁵ R. LEVINE, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *Journal of Intermediation*, 2002, 11, 1-30. Zie tevens CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth – Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944, 1909.

¹⁰⁴⁶ Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn indien een schuldfinanciering moet heronderhandeld worden.

¹⁰⁴⁷ Zie ook S. BLACK en M. MOERSCH, “Financial Structure, Investment and Economic Growth in OECD Countries”, in : S. BLACK en M. MOERSCH (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, New York, North-Holland Press, 1998, 157-174.

¹⁰⁴⁸ K. BINH, S. Y. PARK en B. S. SHIN, “Financial Structure Does Matter for Industrial Growth: Direct Evidence from OECD Countries”, 2006 (30 p.), op 21. Zie tevens, op 20 : “[...] capital markets have an advantage in financing innovative and high risk industries, while banks have an advantage in financing traditional and low risk industries”.

¹⁰⁴⁹ J. STIGLITZ, “Credit Markets and the Control of Capital”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1985, 17, 133-152.

¹⁰⁵⁰ A. BHIDE, “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, 1993, 34, 31-51.

¹⁰⁵¹ M. DEVEREUX en G. SMITH, “International Risk Sharing and Economic Growth”, *International Economic Review*, 1994, 35, 535-550.

¹⁰⁵² J. DE LONG, A. SHLEIFER, L. SUMMERS en R. WALDMANN, “The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading”, *Journal of Finance*, 1989, 44, 681-696.

¹⁰⁵³ A. SHLEIFER en L. SUMMERS, “Breach of Trust in Hostile Takeovers” in : J.A. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago en Londen, University of Chicago Press, 1988, 33-56.

¹⁰⁵⁴ CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, “Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944, 1909-1910.

¹⁰⁵⁵ Idem, 1910.

5.3.3. Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële liberalisering

229. VRAGEN BIJ DE CAUSALITEIT TUSSEN FINANCIËLE LIBERALISERING EN GROEI. Nog andere studies bekritisieren het verband tussen financiële liberalisering en groei. Het valt op dat tot voor kort relatief weinig dissonantie bestond in dit verband. Volgens TORNELL, WESTERMANN EN MARTINEZ zal, in tegenstelling tot handelsliberalisering – die steeds leidt tot groei – financiële liberalisering niet noodzakelijk tot meer groei aanleiding geven (en dit aangezien dergelijke liberalisering kan leiden tot risicovolle kapitaalstromen, kredietbooms, of een financiële crisis)¹⁰⁵⁶. Volgens anderen is het zelfs zo dat er een statistisch significante correlatie is tussen financiële liberalisering en bankcrisisen¹⁰⁵⁷. Het sleutelwoord hier is financiële instabiliteit, die mee veroorzaakt kan worden door een doorgedreven liberalisering. MINSKY bijvoorbeeld formuleerde zijn “financial instability hypothesis” als volgt : “[I]n a world of uncertainty, given capital assets with a long gestation period, [...] the successful functioning of an economy within an initially robust financial structure will lead to a structure that becomes more fragile as time elapses. Endogenous forces make a situation dominated by hedge finance unstable [...]”¹⁰⁵⁸. We verwijzen in dit verband naar wat we het “effectenrecht als dialectisch proces” hebben genoemd in de inleiding bij Deel 1. Wat de Europese context betreft, wees PAPADEMOS in de reeds geciteerde toespraak van 20 oktober 2006 – vóór de bankcrisis van 2007-2008 – op dergelijke risico’s van instabiliteit¹⁰⁵⁹. Het risico van instabiliteit lijkt bovendien te worden vergroot door de risicoprofielen van de Europese banken die lijken toe te nemen. STIROH EN RUMBLE spreken in dat verband over de “dark side of diversification”¹⁰⁶⁰. In een andere studie wordt gesteld dat het bancaire systemisch risico in de Europese Unie in de periode tussen 1990 en 2004 niet lijkt te zijn afgenomen¹⁰⁶¹. Integendeel, het lijkt erop dat Europese banken in toenemende mate investeringen met een hoger risico (en dus hoger rendement) zijn gaan ondersteunen met kapitaalbuffers. Hierdoor zijn de risicoprofielen van de banken niet verkleind¹⁰⁶². Deze bevindingen zijn consistent met een studie van HARTMANN, STRAETMANS EN DE VRIES (op basis van andere data)¹⁰⁶³. De bevindingen zijn ook consistent met de evolutie van de risicoprofielen van de grote financiële groepen van de Verenigde Staten. Bovendien blijkt uit dergelijke studies dat de gevoeligheid van het Europees bancaire systemisch risico voor

¹⁰⁵⁶ A. TORNELL, F. WESTERMANN en L. MARTINEZ, “The Positive Link between Financial Liberalization Growth and Crises”, *NBER Working Paper No. 10293*, 2004.

¹⁰⁵⁷ A. DEMIRGÜÇ-KUNT en E. DETRAGIACHE, “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, *International Monetary Fund Staff Papers*, 1998, 45, 81-109.

¹⁰⁵⁸ H. P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986, 213. Zie tevens Ph. ARESTIS en M. GLICKMAN, “Financial crisis in Southeast Asia : Dispelling illusion the Minskyan way”, *Cambridge Journal of Economics*, 2002, 26, 237-260, 258 : “Minsky argued that high growth rates and low unemployment were threatened by the instability of the financial system. [...] The lesson to be drawn from recent financial crises in Southeast Asia, and elsewhere, is that liberalisation intensifies this threat by adding further major stresses to the financial infrastructure”. Er is opgemerkt dat deze “financial instability hypothesis” opnieuw aan relevantie heeft gewonnen ter mogelijke analyse van de financiële crisis van 2008. Zie bijvoorbeeld L. FERNANDEZ, F. KABOUB en Z. TODOROVA, “On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis”, Working Paper No. 548, november 2008 (30 p.), 24-25.

¹⁰⁵⁹ L. PAPADEMOS, “Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe”, Toespraak bij de Annual Meeting of the Institut International d’Etudes Bancaires te Athene, 20 oktober 2006 (5 p.), 5 : “One could expect financial integration to affect financial stability in two directions: on the one hand, there is an increased risk of contagion and a larger exposure to common shocks; on the other hand, there are more opportunities for funding as well as for risk-sharing and risk-transfer. The net effect is difficult to gauge. In my view, it is likely to be positive for the stability of the financial system. *What is certain, however, is that, in the case of banking strains, the likelihood that they will remain confined within domestic borders is less in comparison with the past*” (eigen cursivering).

¹⁰⁶⁰ K. STIROH en A. RUMBLE, “The Dark Side of Diversification: The Case of U.S. Financial Holding Companies”, *Journal of Banking and Finance*, 2006, vol. 30, nr. 8, 2131-2161.

¹⁰⁶¹ G. DE NICOLO en A. TIEMAN, “Economic Integration and Financial Stability : A European Perspective”, *IMF Working Paper, WP/06/296*, december 2006 (28 p.), 11.

¹⁰⁶² Idem, 11.

¹⁰⁶³ Ph. HARTMANN, S. STRAETSMAN en C. DE VRIES, “Banking System Stability: A Cross-Atlantic Perspective,” *Working Paper No. 527*, European Central Bank, 2005.

financiële schokken (financial shocks) in de periode tussen 1990 en 2004 in verscheidene lidstaten van de E.U. is toegenomen¹⁰⁶⁴.

5.3.4. Kritiek inzake de theorievorming omtrent financiële integratie

230. VRAGEN BIJ DE CAUSALITEIT TUSSEN FINANCIËLE INTEGRATIE EN GROEI. Is financiële integratie een middel om de groei te verhogen? In een conferentie van 2006 werden door RAJAN E.A.¹⁰⁶⁵ een aantal vragen gesteld – gebaseerd op recente empirische gegevens – omtrent de vraag of buitenlands kapitaal een nuttige, positieve of negatieve rol speelt in het proces van economische groei van landen in ontwikkeling. Zoals hierboven aangegeven, zou in het neoklassieke model kapitaal van rijke naar arme landen moeten vloeien¹⁰⁶⁶. RAJAN E.A. noteert dat dit neoklassieke model wordt tegengesproken indien de gegevens tussen 1970 en 2005 worden geanalyseerd. Ten eerste is er bewijs dat het kapitaal niet in de te verwachten kwantiteiten vloeit van rijke naar arme landen¹⁰⁶⁷. Integendeel, er is sinds het midden van de jaren negentig een tendens waarneembaar waarbij de rijkere landen in toenemende mate netto-gebruikers zijn van buitenlands kapitaal, terwijl armere landen in toenemende mate netto-leveranciers van kapitaal zijn. Bovendien werd vastgesteld dat het niet zo is dat, onder de niet-industriële landen, het de meest productieve landen zijn die de meeste kapitaalinstroom krijgen. Nog moeilijker is de vaststelling dat, bij de niet-industriële landen, er geen positieve correlatie blijkt te zijn tussen groei en het gebruik van buitenlands kapitaal. Integendeel, er is over het algemeen een negatieve correlatie die suggereert dat niet-industriële landen die afhankelijk zijn van buitenlands kapitaal *minder* groeien¹⁰⁶⁸. De auteurs van de studie zijn voorzichtig in de verklaringen, die volgens hen “benign” maar ook “malign” kunnen zijn. Zij suggereren dat, opdat het aantrekken van buitenlands kapitaal tot meer groei zou leiden, de eigen instellingen en de binnenlandse financiële sector zich eerst moeten ontwikkelen¹⁰⁶⁹. De integratie van financiële markten (en de verhoogde concurrentie als gevolg daarvan) vereist met andere woorden eerst een zeker niveau van financiële ontwikkeling¹⁰⁷⁰.

¹⁰⁶⁴ G. DE NICOLO en A. TIEMAN, “Economic Integration and Financial Stability : A European Perspective”, *IMF Working Paper, WP/06/296*, december 2006 (28 p.), 13. Zie ook, op 14-15: “Overall, these findings suggest that increased real synchronization and advances in financial integration may not have necessarily resulted in heightened financial stability. Thus, enhanced monitoring of increased interdependencies in risk profiles among institutions and through markets appears an important task European supervisors may face as integration progresses”.

¹⁰⁶⁵ Economic Counsellor en Director of the Research Department van het IMF. Deze presentatie was gebaseerd op een studie van E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, 25 augustus 2006.

¹⁰⁶⁶ Zie tevens K. MATSUYAMA, “Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking, and Endogenous Inequality of Nations”, *Econometrica*, 2004, vol. 72/3, 853, 853.

¹⁰⁶⁷ E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, 25 augustus 2006.

¹⁰⁶⁸ E. PRASAD, R. RAJAN en A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, Discussion Paper Series Forschungsinstitut Zur Zukunft der Arbeit (IZA DP No. 3186), november 2007 (65 p.), op 32 : “Our analysis makes clear that nonindustrial countries that have relied on foreign capital have not grown faster than those that have not. Indeed, taken at face value, there is a growth premium associated with these countries not relying on foreign finance. Equally clearly, though, the reliance of these countries on domestic rather than foreign saving to finance investment comes at a cost: investment and consumption are less than they would be if these countries could draw in foreign capital on the same terms as industrial countries’ or on the same terms as they can use their own domestic capital. [...] [I]t seems to us that even successful developing countries have limited absorptive capacity for foreign resources, whether because their financial markets are underdeveloped, or because their economies are prone to overvaluation caused by rapid capital inflows or overly rapid consumption growth, or some combination of these factors”.

¹⁰⁶⁹ E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, 25 augustus 2006. : “Our paper suggests that the anomaly of poor countries not attracting capital, or occasionally even financing rich countries, may not really hurt the former's growth, at least conditional on their existing institutional and financial structures. Opening up to foreign capital may not help much unless the domestic financial sector and the tradable sector also develop”. Deze suggestie kan correct zijn, maar mist o.i. echter een echte basis in het empirisch materiaal waarop de studie is gebaseerd.

¹⁰⁷⁰ Idem : “[...] there is a dilemma for policy makers here. Even though reformers in developing countries might want to wait to achieve a certain level of financial development before pushing for financial integration, the prospect of financial integration and ensuing competition may be needed to spur domestic financial development. One approach worth considering might be a firm commitment to integrate financial

231. LEIDT FINANCIËLE INTEGRATIE TOT EEN VERARMING VAN ARME LANDEN? Andere studies zien in de integratie van de financiële markten een symmetrie-doorbrekende gebeurtenis (*symmetry-breaking event*) die als gevolg heeft dat “rijkere” landen zich van “armere” landen kunnen onderscheiden¹⁰⁷¹. Rijkere landen hebben betere financiële markten dan armere landen, met meer mogelijkheden tot diversificatie en bijgevolg met meer investeringsmogelijkheden, zodat de ongelijkheid tussen armere en rijkere landen potentieel wordt versterkt¹⁰⁷². De redenering komt er met andere woorden op neer dat een integratie van de financiële markten (op globaal niveau) kan resulteren in meer, in plaats van minder, ongelijkheid tussen “arme” en “rijke” landen. Bij een andere recente studie kwamen GOURINCHAS EN JEANNE komen tot de vaststelling, ofschoon financiële integratie (financial openness) de binnenlandse welvaart verhoogt, en ofschoon dit voordeel significant kan zijn voor sommige landen, gemiddeld genomen voor een land dat *geen* lid is van het OECD dergelijk voordeel niet groot is¹⁰⁷³.

5.3.5. Waarom maakt de Europese Commissie geen gewag van dergelijke dissonante studies?

232. NEGATIE DOOR DE COMMISSIE VAN DERGELIJKE DISSONANTE STUDIES. Indien het zo is dat er vragen kunnen worden gesteld bij het causaliteitsmodel, waarom zijn de fundamenten van het FSAP daarop dan gebaseerd? O.i. betreft de verklaring enerzijds de aantrekkelijkheid van het causaliteitsmodel en anderzijds het onvermogen om een werkend alternatief model te formuleren. Ten eerste blinkt het causaliteitsmodel uit in aantrekkelijkheid door zijn eenvoud. Het is voor beleidsmakers, die uit zijn op economische groei (zonder daarvoor aan sociale verworvenheden te willen raken), een aantrekkelijke stelling dat door een meer optimale financiële regelgeving de economische groei vanzelf zal toenemen. Maar ten tweede dateren de meeste dissonante studies ook van na de totstandkoming van het FSAP. Bovendien zijn de dissonante studies zo dispaaraat dat er geen alternatief model uit blijkt. Deze dispaaraatheid versterkt door het feit dat verscheidene verbanden gemeten worden – liberalisering, ontwikkeling of integratie – aan de hand van verscheidene variabelen. Hoewel de conclusies van de studies niet mogen worden genegeerd, is het de vraag welke strekking ze hebben. Er is evenwel nog een bijkomende factor. De dissonante studies lijken te wijzen in de richting van een *marktparadigma* – en zoals hierboven bleek, zelfs ruimer, een *institutioneel paradigma* – eerder dan een *reguleringsparadigma*. Dit is voor beleidsmakers uiteraard een pak minder interessant, zeker indien er nog culturele, linguïstieke en psychologische factoren bovenop komen. Het maakt de concrete realisatie van het causaliteitsmodel – dat verwezenlijkt dient te worden door harmonisatie – minstens zeer complex en misschien zelfs utopisch. Daarenboven stellen de dissonante studies een aantal vervelende vragen bij maatregelen die reeds genomen zijn. De ingeslagen weg kan niet zomaar meer veranderd worden (cf. de “path dependency” theorie)¹⁰⁷⁴.

5.4. DE HARMONISATIE VAN HET FSAP GETEST

233. HET FSAP GESITUEERD IN DE CAUSALITEITSLITERATUUR. Uit de analyse van de literatuur blijkt dat een strikt onderscheid moet gemaakt worden tussen het causaliteitsmodel op basis van financiële ontwikkeling en het causaliteitsmodel op basis van financiële integratie. Het FSAP betreft beide,

markets at a definite future date (as China has done in the banking sector in the context of the WTO), thus giving time for the domestic financial system to develop without possible adverse effects from capital inflows [...].”

¹⁰⁷¹ K. MATSUYAMA, “Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking, and Endogenous Inequality of Nations”, *Econometrica*, 2004, Vol. 72.3, 853, 854-858.

¹⁰⁷² MATSUYAMA betreft bij deze analyse de kredietmarkten : indien de markten globaal geïntegreerd geraken, zal iedereen een gelijkaardige toegang hebben tot krediet, zodat de marktpartijen in armere landen in directe concurrentie zullen treden met deze van rijkere landen, aangezien zij elk krediet benodigen, waar volgens deze auteur, wegens markt-imperfecties een symmetrie-doorbrekende gebeurtenis kan ontstaan die de ongelijkheid tussen de landen versterkt. Zie tevens D. ACEMOGLU en F. ZILIBOTTI, “Was Prometheus Unbounded By Chance? Risk, Diversification, and Growth”, *Journal of Political Economy*, 1050, 709-751.

¹⁰⁷³ P.-O. GOURINCHAS en O. JEANNE, “The Elusive Gains from International Financial Integration”, *Review of Economic Studies*, 2006, 73/3, 715, 716.

¹⁰⁷⁴ Zie *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1* (zie in het bijzonder 1.2.2).

namelijk zowel de financiële ontwikkeling (het gemak waarmee vraag naar financiering het aanbod van financiering ontmoet) als financiële integratie (de creatie van een ééngemaakte Europese financiële markt). Dit dubbel doel blijkt duidelijk uit de concrete harmonisatiemaatregelen zoals de Prospectusrichtlijn of MiFID, waarbij de harmonisatie het niet alleen makkelijker maakt om in andere lidstaten te opereren, maar waar de regels ook trachten de Europese markt efficiënter te laten werken.

5.4.1. “Financiële ontwikkeling”-test

234. EEN “FINANCIËLE ONTWIKKELING”-TEST. We hebben hierboven financiële ontwikkeling gedefinieerd in termen van *efficiëntie van de intermediatie* tussen financieringsaanbod en -vraag. Door een geheel van innooveringsprocessen en organisatieverbeteringen worden de kosten van deze intermediatie verlaagd (bijvoorbeeld via de reductie van assymetrische informatie of transactiekosten) en wordt mededinging vergroot¹⁰⁷⁵. Uit een samenlezing van de hierboven geciteerde literatuur – met inbegrip van wat we de dissonante studies hebben genoemd – zal, afhankelijk van politieke, institutionele, sociale, economische en andere omgevingsvoorwaarden, een bepaald niveau regels ter verhoging van de financiële ontwikkeling optimaal zijn. Aangezien de genoemde omgevingsvoorwaarden per regio kunnen verschillen, is het weinig waarschijnlijk dat de regels ter bevordering van de financiële ontwikkeling homogeen zijn¹⁰⁷⁶. Nochtans lijken een aantal financiële ontwikkelingsregels steeds toepasselijk te zijn. Recent werden daartoe enkele aanzetten gedaan.

235. INDICATOREN VAN FINANCIËLE ONTWIKKELING – INDICATOREN. STULZ vatte de wenselijke kenmerken van een financieel systeem voor de creatie en groei van nieuwe ondernemingen samen, namelijk (onder meer) goed gedefinieerde eigendomsrechten, stabiliteit van de financiële sector, beschikbaarheid van private equity financiering en de vlotte beschikbaarheid van de kapitaalmarkten¹⁰⁷⁷. Een andere studie schoof een aantal andere factoren naar voren, zoals de creatie van een klimaat van financiële innovatie, transparantie of een goede corporate governance¹⁰⁷⁸. De voorzitter van de DEUTSCHE BUNDESBANK noteerde in dat opzicht dat, hoewel dergelijke indicatoren interessant kunnen zijn als uitgangspunt, deze echter kritisch en systeem per systeem moeten worden onderzocht¹⁰⁷⁹. Het probleem is o.i. ook dat dergelijke indicatoren verre van precies zijn.

236. INDICATOREN VAN FINANCIËLE ONTWIKKELING – “EVENT STUDIES”. Andere studies zijn zogenaamde “event studies”, waar onderzoekers uit het falen en slagen van economische hervormingen in vergelijkbare regio’s bepaalde lessen trekken aangaande de effectiviteit van het wetgevend optreden. Interessant is met name een studie waar de evolutie van de kapitaalmarkten wordt vergeleken in Polen en de Tsjechische Republiek na de massaprivatiseringen tijdens de jaren negentig. In de Tsjechische Republiek werden in het begin van de jaren negentig massaprivatiseringen systematisch gevolgd door

¹⁰⁷⁵ G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 4.

¹⁰⁷⁶ A. WEBER, “Concluding remarks at the Conference of the ECB-CFS Research Network – Financial system modernisation and economic growth in Europe”, Berlijn, 29 september 2006 : “Still, Hartmann’s presentation demonstrated that there is a fair amount of heterogeneity in how financial systems work across European countries. This heterogeneity might in some ways create frictions in an increasingly integrated EU financial market. Additionally, Hartmann highlighted that EU financial markets still suffer from several shortcomings. To my mind, the most obvious are risk capital markets, which are still small and represent bottlenecks in the areas of start-up financing [...], and the limited use of securitisation, which hampers risk allocation and unnecessarily binds banks’ capital”.

¹⁰⁷⁷ Zie R. STULZ, “Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth”, *International Review of Finance*, 2000, 1/1, 11-38.

¹⁰⁷⁸ Ph. HARTMANN, A. FERRANDO, F. FRITZER, F. HEIDER, B. LAURO en M. LO DUCA, “The Performance of the European Financial System”, 2006 (voorgesteld op de International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe” in Berlijn, 29 september 2006).

¹⁰⁷⁹ A. WEBER, “Concluding remarks at the Conference of the ECB-CFS Research Network – Financial system modernisation and economic growth in Europe”, Berlijn, 29 september 2006 : “Needless to say, his approach – based on a comparison of indicators – must be considered with care and its results should not be overinterpreted: Indicators reflect a limited image of reality. Moreover, they are often biased for reasons of data unavailability or non-comparability across countries. Therefore, an indicator approach should rather serve as a starting point for further analyses”.

een toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Het aantal toelatingen tot de verhandeling lag als gevolg daarvan bijzonder hoog (eind 1994 : 1028; eind 1995 : 1716; eind 1996 : 1670). De aandelen bleven echter illiquide¹⁰⁸⁰ met als gevolg dat eind 2000 nog maar 151 ondernemingen toegelaten waren tot de verhandeling¹⁰⁸¹. In Polen daarentegen werd het privatiseringsprogramma langzamer uitgevoerd. Eerst werden aandelen in overheidsondernemingen publiek aangeboden via IPO's, daarna werden herstructureringsprogramma's doorgevoerd, en tenslotte (in 1995) werd overgegaan tot massaprivatiseringen. Het aantal toelatingen tot de verhandeling op een gereguleerde markt begon bescheiden (eind 1994 : 44) maar groeide consistent (eind 2000 : 225). GLAESER E.A. argumenteerde dat het contrast tussen beide ervaringen grotendeels te verklaren was aan de hand van het verschil in reglementering, zoals de verschillen inzake reguleringsfilosofie, controle, een vergunningssysteem, en transparantie en aandeelhoudersbescherming¹⁰⁸². De nadruk op het belang van het juridisch kader en de afdwingbaarheid van de reglementering *als middel om de markten efficiënt te doen functioneren* werd in meerdere studies bevestigd¹⁰⁸³. Zo werd in een studie gesteld dat de concrete *afdwingbaarheid* van de regels (eerder dan de "laws on the books") – meer dan andere variabelen – van belang was voor een hoger rendement¹⁰⁸⁴. Ook de (gepercipieerde) efficiëntie van regulering speelt een rol. Zo werd vastgesteld dat de gepercipieerde afwezigheid van regulering in aanzienlijke mate prohibitief werkt ten aanzien van investeringen vanwege institutionele investeerders: "[o]verall, much of the evidence supports the view that the perceived dearth of regulations in private equity to a large degree inhibits institutional investor private equity investment"¹⁰⁸⁵.

237. INDICATOREN VAN FINANCIËLE ONTWIKKELING – BANCAIRE MEDEDINGING. Ook mededinging in de financiële sector kan de financiële ontwikkeling versterken. Zo lijkt er een positieve correlatie te bestaan tussen bancaire mededinging en het vermijden van financiële crisis¹⁰⁸⁶. Een recente studie bevestigt de positieve relatie tussen bancaire mededinging en de bereidheid tot kredietverstrekking (in plaats van het aanhouden van overheidsschuldbewijzen)¹⁰⁸⁷. In ontwikkelingseconomieën verhoogt mededinging tussen financiële instellingen weliswaar het risico dat een groep ondernemingen en personen geen toegang meer krijgt tot krediet, doordat buitenlandse banken beter kunnen concurreren voor een selecte groep "goede" ondernemingen, waardoor de binnenlandse banken deze inkomsten mislopen, terwijl de ondernemingen met een hoger risico enkel nog beroep kunnen doen op minder

¹⁰⁸⁰ J. DRIFILL, "Growth and Finance", *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 371.

¹⁰⁸¹ J. DRIFILL en T. MICKIEWICZ, "The Order of Financial Liberalisation : Lessons From the Polish Experience", in : E. COLOMBO en J. DRIFILL (eds.), *The Role of Financial Markets in the Transition Process*, Berlijn, Springer, 2003.

¹⁰⁸² E. GLAESER, S. JOHNSON en A. SHLEIFER, "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr. 3, 853-899.

¹⁰⁸³ J. DRIFILL, "Growth and Finance", *The Manchester School*, vol. 71, nr. 4, 2003, 363-380, 373.

¹⁰⁸⁴ A. PAJUSTE, "Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe", *Working Paper 22*, 2002, School of Slavonic and East European Studies, University College London.

¹⁰⁸⁵ D. CUMMING en S. JOHAN, "Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets", Working Paper, 27 augustus 2006, 37 p., beschikbaar op <http://ssrn.com/abstract=842964>, 19. De statistische betekenis van het effect kon evenwel niet precies vastgesteld worden ("The statistical significance of this effect, however, was in some contingent on the specification of the regression model", op 19).

¹⁰⁸⁶ Zie K. SCHAECK, M. ČIHÁK EN S. WOLFE, "Are More Competitive Banking Systems More Stable?", *IMF Working Paper*, WP/06/143, juni 2006 (35 p.), 27-28 : "Thus, our results offer empirical support for the "competition-stability" theory and do not conform to the "competition-fragility" literature. This bolsters the view that competition and soundness generally go hand in hand (even though a perfectly competitive system does not "guarantee" absence of failures)." While we qualify the conclusions in a number of aspects, the initial findings presented in this paper imply that banking systems with high values of the Panzar and Rosse (1987) H-Statistic are (i) less likely to experience a banking crisis and (ii) exhibit longer time to observing an episode of systemic problems as competition increases". Zie tevens : L. LEIGH en R. PODPIERA, "The Rise of Foreign Investment in China's Banks – Taking Stock", *IMF Working Paper*, WP/06/292, december 2006 (14 p.), 9-10.

¹⁰⁸⁷ J. BOYD, G. DE NICOLÒ EN A. JALAL, "Bank Risk-Taking and Competition Revisited: New Theory and New Evidence", *IMF Working Paper*, WP/06/297, december 2006 (49 p.), 29 : "This is potentially important because it means there is another dimension that policymakers might consider when evaluating the costs and benefits of competition in banking. We know of no previous work on this relation and obviously more needs to be done. If our results hold up, however, the policy implication is obvious—and favors more as opposed to less competition in banking".

winstgevende binnenlandse banken, met verhoogde kredietkost tot gevolg¹⁰⁸⁸. Zulke negatieve effecten wegen echter niet op tegen de positieve effecten van bancaire mededinging¹⁰⁸⁹. Dat wordt met zoveel woorden gesteld in een recente studie met betrekking tot de bancaire mededinging in China : “[e]xperiences with foreign banks participation tend to be especially positive when financial firms expand into markets where they have acquired specific expertise and introduced more sophisticated risk management techniques”. Dit zou impliceren dat de harmonisatie die in het FSAP besloten ligt, effectief dient bij te dragen tot meer mededinging tussen de financiële instellingen¹⁰⁹⁰.

238. HET FSAP ALS HEFBOOM VOOR FINANCIËLE ONTWIKKELING. Hoewel deze studies indicaties geven van de factoren die relevant zijn voor de bepaling van niveau van financiële ontwikkeling, bestaat geen precies en klaar beeld van de maatregelen die moeten worden genomen om een zodanig niveau van financiële ontwikkeling te bereiken dat daadwerkelijk resulteert in economische groei. Naar de huidige stand van de economische theorie, zoals hierboven weergegeven, kan onder een “hoge” financiële ontwikkeling verstaan worden : een “hoge” efficiëntie waarmee vraag naar, en aanbod van, financieringsmiddelen mekaar ontmoeten. Deze efficiëntie kan vergroot worden op twee wijzen. Ten eerste kan de mededinging in de financiële sector worden vergroot¹⁰⁹¹. Ten tweede kunnen de informatie- of transactiekosten gereduceerd worden, door onder meer een amalgaam van regels op het gebied van het eigendomsrecht, zekerhedenrecht¹⁰⁹², toezichtsregels, boekhoudkundige regels, en in het algemeen regels die de beschikbaarheid van financiering vergroten. Ook transparantieregels – inclusief de prospectusreglementering – maken deel uit van financiële ontwikkelingsregels, aangezien verplichte transparantie de zoek- en analysekosten voor potentiële beleggers mee kan reduceren. GEIGER vat dit als volgt samen : “By reducing investment barriers, increasing mobility, making information cheaper and diminishing market power effects, harmonization eliminates the major obstacles to competition. Issuers and investors would find access to foreign markets easier, and this would increase sound competition among domestic markets”¹⁰⁹³. Verder moeten dergelijke regels ook in de realiteit efficiënt

¹⁰⁸⁸ L. LEIGH en R. PODPIERA, “The Rise of Foreign Investment in China’s Banks – Taking Stock”, *IMF Working Paper*, WP/06/292, december 2006 (14 p.), 9.

¹⁰⁸⁹ D. HAUNER en S. PEIRIS, “Bank Efficiency and Competition in Low-Income Countries: The Case of Uganda”, *IMF Working Paper*, WP/05/240, december 2005 (29 p.), 25 : “The main finding of this paper is that the Ugandan banking system has become more competitive and efficient as a result of the far-reaching reforms embarked upon in the last few years. It shows the potential benefits of cleaning up the system, consolidation, and privatization of dominant state-owned banks while strengthening the regulatory and supervisory framework in terms of fostering a more stable and efficient system that can improve access of households and firms to financial services. [...] Our results also show that scale matters substantially in the Ugandan banking system and that small banks may come under pressure as competitive pressures build up, especially if the supply of treasury bills dries up as source of revenue. In addition, the banks’ reliance on government securities as a steady stream of revenues appears to have potentially crowded out the private sector, although this effect may have dissipated recently”. Vgl. met Th. BUCHS en J. MATHISEN, “Competition and Efficiency in Banking: Behavioral Evidence from Ghana”, *IMF Working Paper*, WP/05/17, januari 2005 (26 p.), 21 : “The main finding of this paper is that banks in Ghana appear to behave in a noncompetitive manner that could possibly hamper financial intermediation. This result is consistent with the seemingly high profitability of banks, which seems to indicate a persistently low level of market contestability. Several factors are believed to affect banks’ behavior, either because they constitute indirect barriers to entry or because they tend to limit competition among banks”.

¹⁰⁹⁰ Het zal evenwel niet steeds evident zijn om de bestaansvoorwaarden voor een dergelijke concurrentie te realiseren. Zie vb. B. SOUSI, “La construction du marché unique des services financiers. Propos Iconoclastes”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneeel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 3, op 7 : “Dès lors, comment créer cette confiance lorsque les relations bancaires sont transfrontières? Comment un banquier allemand, anglais ou belge, pourra-t-il susciter la confiance d’un client espagnol, tchèque ou slovène? [...] Trouver la réponse c’est trouver la voie de la réalisation du marché intégré de la banque de détail”.

¹⁰⁹¹ Zie hierboven.

¹⁰⁹² Zie de hierboven geciteerde studie van R. RAJAN en L. ZINGALES, “Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482, 470-472 (“[...] it appears that industries can raise finance more easily as the financial system develops because physical collateral becomes less important, while intangible assets and future cash flows can be financed”). Zie tevens J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448, 433.

¹⁰⁹³ U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 56 (tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241).

afdwingbaar zijn. En moeten de regels ook door de marktparticipanten als “efficiënt” worden gepercipieerd. Bij de beoordeling of het FSAP haar doelstellingen inzake werkgelegenheid en groei heeft bereikt, zal het daarom niet zozeer de vraag zijn om te weten *of* een bepaalde materie geharmoniseerd is maar wel *welke regels* geharmoniseerd zijn. De volgende vraag – en de test van het FSAP – is *of die bepaalde* regels bijdragen tot de efficiëntie van de financiële intermediatie, en of er omzettingsverschillen zijn die afbreuk doen aan dergelijke efficiëntie.

239. VERBAND MET DE CONCLUSIES VAN HOOFDSTUK 1 VAN DEEL 1. In dit opzicht kan een link gemaakt worden met de besluiten van Hoofdstuk 1. We hebben met name geconcludeerd dat het essentieel is dat de reglementering van de prospectusplicht de transactiekosten moet reduceren (waardoor afwijkingen op de fundamentele waarde efficiënter – en goedkoper – gecorrigeerd worden), een zoveel als mogelijk kosteloze toegang tot informatie moet vrijwaren, en rationaliteit zoveel als mogelijk moet induceren. Indien prospectusreglementering wordt geharmoniseerd, zal het van belang zijn dat deze criteria een leidende rol spelen. Immers, de doelstelling die we in Hoofdstuk 1 hebben geïdentificeerd als “eigenlijk”, had juist als doelstelling om de fundamentele waarde van de effecten op een zo efficiënt mogelijke wijze weer te geven. Het is op die manier dat ook de efficiëntie in de financiële intermediatie kan verhoogd worden. Immers een verhoogde correctie in de aanduiding van deze fundamentele waarde kan de beschikbaarheid van financiering vergroten. Anders gezegd, indien in het opzicht van de ECMH efficiënte prospectusregels worden geharmoniseerd, kan dit de efficiëntie van de financiële markten optimaliseren. Maar ook het omgekeerde is waar : indien niet efficiënte regels worden geharmoniseerd, riskeert dit de efficiëntie van de financiële intermediatie negatief te beïnvloeden.

5.4.2. “Financiële integratie”-test

240. EEN “FINANCIËLE INTEGRATIE”-TEST. Daarnaast speelt, zoals we hierboven hebben gezien, financiële integratie een aanzienlijke rol in het neoklassieke model. Volgens dit model zouden kapitaalstromen van regio’s met een overschot aan kapitaal plaatsvinden naar regio’s met een tekort aan kapitaal, met een toename van de groei en welvaart tot gevolg. Hindernissen die deze kapitaalstromen moeilijker – of meer kostelijk – maken, kunnen bijgevolg de nagestreefde groei belemmeren. De test is bijgevolg te onderzoeken of, in de door het FSAP geharmoniseerde regelgeving, (nog) hindernissen bestaan die de kapitaalstromen binnen de E.E.R. bemoeilijken. Net als bij de “financiële ontwikkeling”-test zullen *concrete* regels worden onderzocht, en zal worden nagegaan of er alternatieve regels bestaan die een betere integratie kunnen creëren.

241. VERBAND MET FINANCIËLE ONTWIKKELING. Financiële integratie is bovendien ultiem verbonden met de efficiëntie van de financiële intermediatie. De integratie van de financiële markten zal immers een effect hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Dit zal in het bijzonder het geval zijn indien de financiële integratie ook de mededinging verhoogt – waardoor de financiële ontwikkeling verhoogd kan worden. Omgekeerd zullen hindernissen die de kapitaalstromen tussen de verschillende lidstaten beletten een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Men zou aldus de financiële integratie bijgevolg kunnen beschouwen als onderdeel van, en gericht op, het vergroten van de efficiëntie van de financiële intermediatie, en dus het vergroten van financiële ontwikkeling.

242. CAVEAT. Niettemin moet ook een caveat gemaakt worden. Zoals bleek uit de aangehaalde economische literatuur, is het niet uitgesloten dat de optimale regels inzake financiële ontwikkeling verschillen van regio tot regio. Indien één set van regels wordt geharmoniseerd voor de gehele markt, kan dit betekenen dat dergelijke regels voor de marktparticipanten van de ene lidstaat optimaal zijn terwijl ze dat voor de marktparticipanten van een andere lidstaat niet zijn. In het bijzonder kan dat een probleem zijn voor lidstaten waarvan de economische of institutionele context verschilt van deze van, bijvoorbeeld, de financiële centra binnen de E.E.R. (te denken valt met name aan de nieuwe lidstaten).

5.4.3. Identificatie van de harmonisatie-test

243. VERANTWOORDING VAN EEN KRITISCHE HOUDING. De hierboven geciteerde literatuur toont o.i. voldoende aan dat een kritische houding aangewezen is. Een eenvoudig causaliteitsmodel gaat voorbij aan de meer complexe realiteit. Een kritische test moet het precieze effect van concrete regels nagaan, en moet bovendien de vraag durven stellen welke elementen in de diverse FSAP richtlijnen moeten worden verbeterd om de efficiëntie in de financiële intermediatie te vergroten.

244. BEPERKINGEN VAN ONS ONDERZOEK. Voorliggend onderzoek is echter een juridische, en geen economische studie. We beogen daarom geenszins om de impact van concrete regels op de groei kwantitatief te beoordelen. Indien de Europese Commissie ernstig begaan is met de correcte toepassing van het causaliteitsmodel – anders gezegd: indien het FSAP werkelijk de bedoeling heeft om de economische groei te vergroten – dient zij over te gaan tot een academisch onderzoek – richtlijn per richtlijn; met een onderzoek van de concrete bepalingen – om na te gaan welk niveau aan financiële ontwikkeling en financiële integratie is bereikt. Dit is iets geheel anders dan de studie “FSAP Evaluation – Part II” die door de Europese Commissie werd besteld tegen 2009 en die als doelstelling heeft : “to conduct a study to obtain financial estimates of the costs of compliance with selected FSAP legislative measures for a sample of EU financial services companies and a more precise assessment of where the costs of EU regulation lie”¹⁰⁹⁴.

245. VOORGESTELDE HARMONISATIETEST. Gezien de beperkingen van deze juridische studie, zullen we in Deel 2 testen of de mate waarin de prospectusplicht geharmoniseerd is, voldoende is om een hoog niveau van financiële ontwikkeling en financiële integratie te garanderen. Daarbij zullen we, via een negatieve en logische vraagstelling, onderzoeken of *concrete* omzettingsverschillen *relevant* kunnen zijn, dit wil zeggen een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Op basis van deze analyse zullen we tevens voorstellen doen ter wijziging van concrete bepalingen, indien het aannemelijk is dat dergelijke wijziging zou kunnen bijdragen tot een verhoging van de efficiëntie van de financiële intermediatie. Zo komen we tot de volgende test m.b.t. de doelstelling van de harmonisatie : (i) bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) financiële ontwikkeling/financiële integratie (criterium); en (iii) heeft een specifiek omzettingsverschil een negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie? (test). Dit moet worden samengelezen met de de test m.b.t. de doelstelling van de prospectusplicht in Hoofdstuk 1 van dit eerste deel¹⁰⁹⁵. In het algemeen besluit bij Deel 1 worden beide testen in een schema gevisualiseerd.

5.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In de laatste afdeling van Hoofdstuk 2 werd betracht om de – relatief recente – economische literatuur met betrekking tot de causaliteit tussen financiële integratie en/of financiële ontwikkeling en groei (het causaliteitsmodel), te onderzoeken om aldus de harmonisatie van de FSAP kritisch te toetsen. Gezien de terminologie in de economische studies aanzienlijk dispaaraat gebruikt wordt, hebben we de gebruikte begrippen strikt proberen af te lijnen. Financiële integratie betekent dat de voorheen per lidstaat gesegmenteerde financiële markten worden vervangen door geïntegreerde financiële markten. Financiële liberalisering (of deregulering) daarentegen betekent dat hindernissen voor kapitaalstromen worden verwijderd. Waar liberalisering de methode is, is integratie daarbij eerder het gevolg of het doel. Financiële ontwikkeling betekent het gemak waarmee het aanbod van financiering de vraag naar financiering bedient of, met andere woorden, de *efficiëntie van de intermediatie tussen financieringsaanbod en -vraag*. Financiële structuur staat ten slotte voor de mix van banken,

¹⁰⁹⁴ EUROPESE COMMISSIE, *Contract notice*, Ref. 2007/S-154-191085, 11 augustus 2007.

¹⁰⁹⁵ Zie in het bijzonder *Deel 1, Hoofdstuk 1, afdeling 4*.

aandelenmarkten en andere instellingen van de financiële sector. We hebben vooreerst een overzicht gegeven van empirische studies in deze context, die vervolgens gekaderd werden in de twee grote theoretische stellingen : het neoklassieke economische model of *capital reallocation model* en het interne groeiemodel of *endogenous growth model*. We stelden evenwel vast dat de empirische studies die vanaf de jaren negentig werden gevoerd onder toenemende druk staan van “dissonante” stemmen aangaande de empirische resultaten of de onderliggende theorie. Een aantal punten van kritiek zijn van methodologische aard, waarbij gesteld werd dat indien een correcte methodologie zou zijn gevolgd, er zou gebleken zijn dat de correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei ofwel neutraal, ofwel zwak negatief is. Daarnaast bestaat ook kritiek inzake de theorievorming. Deze werd in deze afdeling uitgebreid behandeld, en betrof de causaliteit tussen enerzijds groei en anderzijds, respectievelijk financiële integratie, financiële liberalisering en financiële ontwikkeling. Algemeen kan gesteld worden dat de dissonante literatuur niet bewijst dat het causaliteitsmodel niet kan worden aangehouden. Eerder dringen zich – in dit stadium van de economische literatuur – verfijningen en correcties op. Op deze grond werd in deze afdeling vervolgens getracht om deze economische bronnen (zowel de mainstream als de dissonante studies) enigszins te synthetiseren en de harmonisatiebeweging die binnen het FSAP heeft plaatsgevonden, daaraan te toetsen.

Een strikt onderscheid moet gemaakt worden tussen het causaliteitsmodel op basis van financiële ontwikkeling en het causaliteitsmodel op basis van financiële integratie. Het FSAP betreft beide, namelijk zowel de financiële ontwikkeling (het gemak waarmee vraag naar financiering het aanbod van financiering ontmoet) als financiële integratie (de creatie van een ééngemaakte Europese financiële markt). Enerzijds, wat de financiële ontwikkeling betreft, moet het aanbod van financiering de vraag naar financiering zo efficiënt mogelijk tegemoetkomen. Anders gezegd, moet de regelgeving een efficiënte financiële intermediatie mogelijk maken. Hoe dat precies moet, is echter onduidelijk. Een aantal recente studies geven weliswaar indicaties, maar deze zijn vaag en algemeen en er bestaat geen precies en klaar beeld van de maatregelen die moeten worden genomen om een voldoende hoog niveau van financiële ontwikkeling te bereiken dat daadwerkelijk resulteert in economische groei. Zo kan de efficiëntie van de financiële intermediatie verhoogd worden door informatie- of transactiekosten te reduceren. Daartoe wordt in de economische literatuur onder meer verwezen naar een amalgaam van regels op het gebied van het eigendomsrecht, zekerhedenrecht, toezichtsregels, boekhoudkundige regels, en in het algemeen regels die de beschikbaarheid van financiering vergroten. Ook transparantieregels – inclusief de prospectusreglementering – maken deel uit van financiële ontwikkelingsregels, aangezien verplichte transparantie de zoek- en analysekosten voor potentiële beleggers mee kan reduceren. Verder moeten dergelijke regels ook in de realiteit efficiënt afdwingbaar zijn, en moeten de regels ook door de marktparticipanten als “efficiënt” worden gepercipieerd. Daarnaast kan ook de mededinging in de financiële sector de financiële intermediatie efficiënter maken. Bij de beoordeling of het FSAP haar doelstellingen inzake groei heeft bereikt, zal het daarom niet zozeer de vraag zijn om te weten of een bepaalde materie geharmoniseerd is maar wel welke regels geharmoniseerd zijn en in welke mate ze geharmoniseerd zijn. De volgende vraag – en de test van het FSAP – is of die geharmoniseerde regels bijdragen tot de efficiëntie van de financiële intermediatie, en of er omzettingsverschillen zijn die afbreuk doen aan dergelijke efficiëntie.

Wat anderzijds de financiële integratie betreft, moet onderzocht worden of, in de door het FSAP geharmoniseerde regelgeving, (nog) hindernissen bestaan die de kapitaalstromen binnen de E.E.R. bemoeilijken. Net als bij de “financiële ontwikkeling”-test zullen concrete regels worden onderzocht, en zal worden nagegaan of er alternatieve regels bestaan die een betere integratie kunnen creëren. Financiële integratie is bovendien rechtstreeks verbonden met – en staat zelf grotendeels in functie van – de efficiëntie van de financiële intermediatie, en dus de financiële ontwikkeling. Immers, het feit dat de financiële markten geïntegreerd zijn, kan de efficiëntie van de financiële intermediatie vergroten. Dit zal in het bijzonder het geval zijn indien de financiële integratie ook de mededinging verhoogt. Omgekeerd kunnen hindernissen tussen lidstaten ook een negatieve impact hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie.

Op basis daarvan kwamen we ten slotte tot de volgende test m.b.t. de doelstelling van de harmonisatie : (i) bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) financiële ontwikkeling/financiële integratie (criterium); en (iii) heeft een specifiek omzettingsverschil een negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie? (test). Via dergelijke test zal in Deel 2 worden onderzocht of de mate waarin de prospectusplicht geharmoniseerd is, voldoende is om een hoog niveau van financiële ontwikkeling en financiële integratie te garanderen. Daarbij zullen we, via een negatieve en logische vraagstelling, onderzoeken of concrete omzettingsverschillen relevant kunnen zijn, dit wil zeggen een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie.

ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 1

Dit eerste deel omvatte een kritische analyse van de *doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht* zoals deze volgt uit de Prospectusrichtlijn waarbij gebruik werd gemaakt van een multidisciplinaire (juridische, economische, historische en politieke) benaderingswijze.

In Hoofdstuk 1 werden de doelstellingen van de *prospectusplicht* zelf onderzocht, namelijk – aldus de Prospectusrichtlijn – de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen. Sterk resumerend, zijn onze conclusies de volgende. Ten eerste is de rechtstreekse beleggersbescherming – waarbij een belegger rechtstreeks beschermd wordt door de informatie in een prospectus – een oneigenlijke doelstelling van de prospectusplicht. We hebben in dat verband een aanzet gedaan voor een alternatief model van beleggingsbescherming dat niet gestoeld is op een informatieparadigma, maar op een intermediatieparadigma. Daarentegen is, ten tweede, het waarborgen van de marktefficiëntie de wezenlijke doelstelling van de prospectusplicht. Ten derde, stelden we dat, op voorwaarde dat haar doelstelling op gelijke wijze wordt bereikt, de prospectusplicht die minder kosten impliceert, te verkiezen is boven een prospectusplicht die meer kosten impliceert. Bijgevolg kan – en moet – de prospectusplicht getoetst worden op de vraag of zij haar doelstelling van het waarborgen van de marktefficiëntie bereikt op de meest kosteneffectieve wijze.

In Hoofdstuk 2 werden vervolgens de doelstellingen van de *harmonisatie van de prospectusplicht* onderzocht. De harmonisatiedoelstellingen van de Prospectusrichtlijn zijn terug te brengen tot het *Financial Services Action Plan* (FSAP) dat werd geconcipieerd in 1998/1999, en zelf als onderdeel van de Lissabon agenda van 2000 zijn politieke legitimatie vond als middel om meer groei en meer werkgelegenheid te scheppen. Door deze politieke legitimatie, alsook een samenspel van unieke historische factoren – zoals achterliggende motieven en convergerende belangen van diverse spelers, de techniciteit van de materie en een ideologische ondertoon van liberalisering – werden de traditionele tegenkrachten – de nationale lidstaten of de “national champions” – geneutraliseerd. Dit heeft geresulteerd in een spectaculaire explosie van Europese regulering, met de Prospectusrichtlijn als één van de eerste successen, die in schril contrast stond met het langzame harmonisatieproces de decennia daarvoor. Niettemin hebben we vastgesteld dat de economische legitimatie voor het credo dat het FSAP een “motor voor groei” is, niet evident was. Uit ons onderzoek bleek dat de door de Commissie aangehaalde studies op essentiële punten bekritiseerbaar zijn, en dat deze bovendien ook misleidend werden geciteerd. Om deze reden zijn we overgegaan tot een synthese van de relevante economische literatuur waarbij we tot de volgende twee conclusies kwamen. Ten eerste mag financiële integratie, op zichzelf genomen, niet de eerste doelstelling zijn van de harmonisatie : het zal immers niet zozeer de vraag zijn om te weten *of* een bepaalde materie geharmoniseerd is maar wel *welke* regels geharmoniseerd zijn. Centraal staat daarentegen of de concrete geharmoniseerde regels een “hoog” niveau van financiële ontwikkeling bewerkstelligen, namelijk : bijdragen tot een verhoogde efficiëntie in de intermediatie tussen aanbod van, en vraag naar, financieringsmiddelen. Op basis hiervan werd een test voorgesteld – de “harmonisatietest” – die ertoe zal dienen om in Deel 2 de omzetting in de onderzochte jurisdicties van de Prospectusrichtlijn kritisch te toetsen.

| | Harmonisatietest | |
|----------------------|---|---|
| | Prospectusplicht | Harmonisatie |
| Vraagstelling | Bereikt de prospectusplicht haar doelstelling? | Bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling? |
| Criterium | Efficiëntie van de markten | Financiële ontwikkeling en integratie |
| Test | Heeft een specifieke regel een negatieve impact op de efficiëntie van de markten? | Heeft een specifiek omzettingsverschil een negatieve impact op de efficiëntie van de intermediatie? |

DEEL 2

KRITISCHE ANALYSE VAN DE METHODE VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT

Een rechtsvergelijkende analyse (België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en
Duitsland), getoetst aan de harmonisatietest van Deel 1

INLEIDING BIJ DEEL 2 – METHODOLOGISCHE NOTEN

1. ALGEMEEN OPZET VAN DEEL 2

246. OPZET VAN DEEL 2. Waar in Deel 1 de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht werd onderzocht, beoogt Deel 2 op deze basis de relevante bepalingen van de Prospectusrichtlijn alsook de omzetting daarvan kritisch te onderzoeken. Deel 2 brengt met andere woorden een analyse of de geharmoniseerde prospectusplicht ook in de realiteit resulteert tot een vorm van harmonisatie die voldoende is om de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht op een kosteneffectieve wijze te bereiken. Wij stellen ons bijgevolg als doel om met een zo groot mogelijke nauwkeurigheid na te gaan welk niveau van harmonisatie precies bereikt werd door de geharmoniseerde prospectusplicht. De harmonisatietest die werd geformuleerd als besluit van Deel 1 strekt daartoe als middel.

1.1. Witboek financiële diensten 2005-2010

247. HET WITBOEK VAN DE COMMISSIE (FINANCIËLE DIENSTEN 2005-2010) (...). De EUROPESE COMMISSIE noteerde in haar *Witboek "Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010"* dat : “[h]et percentage van het Gemeenschapsrecht dat binnen de overeengekomen termijnen door de lidstaten in nationaal recht wordt omgezet, is jammer genoeg teleurstellend. De lidstaten dienen dan ook blijk te geven van echte betrokkenheid en de regelgeving tijdig en naar behoren ten uitvoer te leggen. De nationale handhavingmechanismen moeten worden versterkt en aaneengekoppeld. [...] De Commissie zal intensief met de lidstaten samenwerken om toezicht te houden op de gemaakte vorderingen, een correcte toepassing te waarborgen en de toevoeging van overbodige voorschriften (“goldplating”) te vermijden”¹⁰⁹⁶. De Commissie lijkt hiermee te impliceren dat de lidstaten in bepaalde mate een “fout” maken – door een te late, foute, niet-nauwkeurige omzetting of “vernissage” van de geharmoniseerde regels.

248. (...) EN ONZE KRITIEK DAAROP. Het lijkt erop dat de Commissie daardoor echter een meer fundamenteel probleem over het hoofd ziet. Men mag er immers niet van uitgaan dat omzettingsverschillen uitsluitend te wijten zijn aan fouten of nalatigheid van de omzettende lidstaten. Omzettingsverschillen kunnen bijvoorbeeld ontstaan doordat één of meerdere bepalingen van een richtlijn onduidelijk of vaag zijn, of aanleiding geven tot meerdere, eventueel conflicterende, interpretaties. Omzettingsverschillen kunnen verder ontstaan doordat de lidstaat de richtlijn “leest” vanuit de juridische, historische en economische context – of zeg maar cultuur – die eigen is aan die lidstaat¹⁰⁹⁷. Of doordat marktpelers, binnen de bestaande marktpraktijken en -tradities, de

¹⁰⁹⁶ EUROPESE COMMISSIE, “Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010”, 2005 (20 p.), 6-7.

¹⁰⁹⁷ Cf. H. COUSY, “Harmonisation of national laws against the background of diverging legal cultures”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 349-362, op 353 (tevens verder aangehaald in *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1.2*).

geharmoniseerde regels anders gaan toepassen. Kan men zomaar stellen dat de omzettingsverschillen die daardoor ontstaan, “foutief” zijn? Of kan men ze verwerpen als “niet-toegelaten goldplating”? En, vooreerst : bestaan dergelijke omzettingsverschillen wel, en zijn ze in het licht van de geharmoniseerde prospectusplicht relevant? Dat zijn precies de vragen waarop Deel 2 beoogt een antwoord te kunnen geven¹⁰⁹⁸.

1.2. Witboek verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen (november 2006)

249. EEN BIJKOMENDE VERANTWOORDING INZAKE HET OPZET VAN HET ONDERZOEK. Het onderzoek van de geharmoniseerde prospectusplicht wordt ook verantwoord vanuit een andere optiek : er zal namelijk worden nagegaan in welke mate de regeling van niet-openbare aanbiedingen van effecten (de zogenaamde “*private placements*” en, meer algemeen, de financiering via “*private equity*”) geharmoniseerd is. Het belang van private equity mag – in een context van een vergrijzende samenleving – niet onderschat worden¹⁰⁹⁹. Ook lijkt het te verwachten dat dit belang nog zal toenemen¹¹⁰⁰. In november 2006 publiceerde de Europese Commissie een *Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen*¹¹⁰¹. Dergelijke beleggingsfondsen zijn goed voor 12,6% van de financiële activa van de Europese huishoudens en zijn ervoor verantwoordelijk dat op twaalf jaar tijd het door EU-beleggingsfondsen beheerde vermogen vervijfvoudigd is : in de periode tot 2010 worden groeicijfers van circa 10% per jaar verwacht, waardoor het in totaal door fondsen beheerde vermogen op ruim 8.000 miljard EUR zou uitkomen¹¹⁰². Een aanzienlijk bedrag dat door dergelijke fondsen wordt beheerd, komt – rechtstreeks dan wel onrechtstreeks, bijvoorbeeld via hedge funds¹¹⁰³ – terecht in de Europese private equity markt¹¹⁰⁴. Luidens het Witboek kunnen er “*geen*

¹⁰⁹⁸ De harmonisatietest die we hebben geïdentificeerd in het besluit bij *Deel 1* zal daartoe als middel dienen.

¹⁰⁹⁹ Cf. tevens COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 74: “As the EU’s demographic trends will lead to far more reliance on privately funded pension schemes in the future, these benefits are particularly important. In addition, efficient European capital markets should improve the overall macroeconomic performance of the economy, producing higher economic growth with positive impacts on employment creation and productivity”. Zie eveneens de opmerking van het COMMITTEE OF WISE MEN in voetnoot (*) op 9 : “The capitalization of European insurance, investment (UCITS) and pension funds alone is equivalent to 10 trillion Euros – or the size of European GDP – one indicator of the importance of this sector”.

¹¹⁰⁰ EUROPESE COMMISSIE, “Report of the Alternative Investment Expert Group - Developing European Private Equity”, juli 2006 (37 p.), op 13.

¹¹⁰¹ EUROPESE COMMISSIE, “Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen”, 15 november 2006, COM(2006)686 definitief, op 2 : “Proper arrangements for private placement could, for example, make an important contribution to the deepening of European markets for institutional products such as private equity investments. The lack of a European private placement regime is often perceived as creating legal uncertainty and hindering cross-border business. In its report the Expert Group on Private Equity considered these shortcomings as a factor that increases the costs of raising money, particularly by inflating legal and advisory fees. These higher organisational costs, in turn, impact negatively on the returns available to investors”.

¹¹⁰² Op 2, met verwijzing naar EFAMA, *Fact Book*, 2006.

¹¹⁰³ Zie hieromtrent de kritische studie van de PSE (Socialist Group in the European Parliament), *Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis (Executive Summary)*, maart 2007 (16 p.), 5 : “Where does all the money invested in [hedge funds and private equity funds] come from? [...] [S]ince the mid-nineties, pension funds have invested heavily both in hedge funds and in private equity. In private equity and thereby also leverage buy-outs, the pension funds and insurance companies accounting for about 1/3 of all funds raised. In the hedge fund industry including [funds of hedge funds] they also account for at least 50% of the total investment each year. The pension funds in particular need more transparency and disclosure [...] since in most cases they have no real chance of judging the accuracy of asset evaluation or the net risk connected to their investments in the alternative investment industry”.

¹¹⁰⁴ Men kan de private equity markt omschrijven als de private (niet-openbare) markt waar aandelen of andere financiële instrumenten in vennootschappen die niet zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (maar waarvoor een “exit” kan worden gecreëerd die de private equity belegger toelaat de financiële instrumenten opnieuw te verkopen, zoals een IPO) dan wel aandelen of financiële instrumenten in vennootschappen die wel zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, maar de schrapping overwegen,

*dwingende redenen op het gebied van de beleggersbescherming worden aangehaald die rechtvaardigen dat nationale toezichthouders zich bemoeien met financiële transacties tussen professionele beleggers die zich ten volle rekenschap geven van de risico's die aan een bepaalde belegging verbonden zijn*¹¹⁰⁵. De Prospectusrichtlijn en de MiFID bieden volgens de Commissie reeds de grondslagen voor een *private placement* regeling door te bepalen dat verkoopbeperkingen of gedragsregels voor sommige verrichtingen niet gelden. Niettemin zal deze regeling “moeten worden vervolledigd door de resterende belemmeringen weg te werken die uit nationale voorschriften inzake de goedkeuring van producten voortvloeien”¹¹⁰⁶.

250. CALL FOR EVIDENCE REGARDING PRIVATE PLACEMENT REGIMES IN THE EU (APRIL 2007). In het verlengde daarvan werd in april 2007 een “*call for evidence regarding private placement regimes in the EU*” gepubliceerd¹¹⁰⁷. Dit document is om meerdere redenen interessant. Voor het eerst wordt een communautaire definitie voorgesteld van een *private placement*, namelijk, in de woorden van de Commissie, een “(non-)regulated space where buyer and seller can conduct transactions if they, their transaction and possibly the object of the deal comply with certain conditions. This is in principle independent of the investment products concerned. The regime itself then consists of a set of conditions market participants have to fulfil in order to benefit from waiver of the requirements and rules that would apply in the event of public offerings. A private placement regime would reduce many of the restrictions that are imposed in the event of marketing to the public, like availability/provision of mandatory disclosure documents and conduct of business rules. It has to be stressed, however, that exceptions to the rules that apply to public marketing/general solicitation will not touch upon regulatory restrictions on the buy-side, like limits on institutional investors investing in certain products”¹¹⁰⁸. Private aanbiedingen zijn met andere woorden (gehele) vrijstellingen van de regels die normaliter zouden gelden in geval van een openbare aanbieding van financiële instrumenten¹¹⁰⁹. Deze niet-gereguleerde ruimte laat de koper en verkoper van financiële instrumenten toe niet-gereguleerde verrichtingen te doen indien zowel de koper als de verkoper alsook de onderliggende verrichting elk voldoen aan bepaalde criteria, zoals het niveau van financiële sofisticatie van de contractspartijen of beperkingen inzake marketing of aanbieding¹¹¹⁰. De vraag is evenwel hoe men dergelijke “vrije ruimte” kan definiëren op een wijze die voor elke lidstaat en elke markt consistent is. O.i. zal men noodzakelijkerwijze uitkomen op een negatieve definitie, waarbij de “vrije ruimte” negatief zal moeten worden gedefinieerd in functie van de vrijstellingen die van toepassing zijn in de context van, voornamelijk, de Prospectusrichtlijn en de MiFID. Dit bleek reeds uit de marktconsultatie die in september 2006 door de Commissie werd uitgevoerd : “[...] responses did not yield a watertight definition of private placement – private placement was generally defined by opposition to public offer”¹¹¹¹. Dit werd opnieuw bevestigd door de in september 2007 gepubliceerde antwoorden op de *Call*

worden aangekocht. Zie vb. M. ANSON, “Chapter 26: Private Equity”, in: F. J. FABOZZI (ed.), *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2003 (847 p.), 671.

¹¹⁰⁵ EUROPESE COMMISSIE, “Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen” (15 november 2006), COM(2006)686 definitief, 16 (eigen cursivering). Zij stelde verder dat “De Commissie zal er derhalve naar streven grensoverschrijdende transacties tussen bepaalde tegenpartijen vrij te maken, voor zover deze binnen de grenzen van een gemeenschappelijke regeling voor ‘onderhandse plaatsing’ blijven”.

¹¹⁰⁶ Idem. Volgens de Commissie kan een dergelijke regeling een belangrijke bijdrage leveren tot de verdieping van de Europese markten voor producten voor institutionele beleggers, zoals onderhandse risicokapitaalbeleggingen.

¹¹⁰⁷ EUROPESE COMMISSIE, “Call for evidence regarding private placement regimes in the EU”, april 2007 (17 p.).

¹¹⁰⁸ Idem, 3.

¹¹⁰⁹ Zie tevens EUROPESE COMMISSIE, “Call for evidence regarding private placement regimes in the EU – Summary of stakeholder responses”, september 2007 (13 p.), 4.

¹¹¹⁰ EUROPESE COMMISSIE, “Call for evidence regarding private placement regimes in the EU”, april 2007 (17 p.), 3.

¹¹¹¹ EUROPESE COMMISSIE, “Call for evidence regarding private placement regimes in the EU – Summary of stakeholder responses”, september 2007 (13 p.), 4. Zie tevens 8 : “When proposing possible definitions to define the limits within which private placement must take place, most respondents refer to the exemption from the requirement to publish a prospectus (provided by Article 3(2) of the Prospectus Directive)”.

for evidence waaruit bleek dat, aldus de Commissie : “[...] responses did not yield a watertight definition of private placement – private placement was generally defined by opposition to public offer. There were also different perspectives on the regulatory provisions that should be deactivated for privately placed transactions. Respondents focussed largely on mandatory disclosure requirements. The most frequent request was for an extension to all financial instruments of the exemption from the obligation to publish a Prospectus”¹¹¹².

251. GEVOLGTREKKINGEN VOOR WAT BETREFT DE GEKOZEN BENADERINGSWIJZE. Bij de rechtsvergelijkende analyse van de harmonisatie die bereikt werd inzake de prospectusplicht in de onderzochte jurisdicties zal bijzondere aandacht besteed worden aan de convergentie die *de lege lata* is bereikt inzake private placements. Maar ook zal op normatief niveau de vraag worden gesteld hoe de regelgeving *de lege ferenda* kan verbeterd worden om mee dergelijke “sales space” voor private placements efficiënt te genereren.

2. EEN ANALYSE VAN DE EUROPESE REGLEMENTERING (“TOP DOWN”) GEKOPPELD AAN RECHTSVERGELIJKEND ONDERZOEK (“BOTTOM UP”)

252. VERANTWOORDING VAN DE GEVOLGDE METHODE. De in dit Deel 2 gebruikte methode beoogt multi-dimensioneel te zijn, of preciezer gezegd, de methode beoogt alle dimensies van de juridische realiteit zoveel als mogelijk te omvatten. De methode is gebaseerd op twee ijkpunten : een “top down” analyse van de reglementering op EU niveau (eerste ijkpunt) wordt gekoppeld met – en getoetst aan – een “bottom up” rechtsvergelijkende analyse van 5 onderzochte sleuteljurisdicties (tweede ijkpunt). Via dergelijke benadering trachten we een beginselenbenadering te koppelen aan een diepgaande, technische analyse van de regels zoals ze worden toegepast in de onderzochte jurisdicties.

253. EEN ONDERZOEK VAN DE EUROPESE REGLEMENTERING (...). Vanzelfsprekend vormt het uitgangspunt van de “top down” analyse in hoofdde de Prospectusrichtlijn, aangevuld door de Prospectusverordening en de relevante documenten van CESR¹¹¹³. In Hoofdstuk 1 wordt uitvoerig ingegaan op de harmonisatiemethode van deze Europese instrumenten. De relevante bepalingen van deze Europese instrumenten vormen tevens het uitgangspunt voor elk aspect van het rechtsvergelijkend onderzoek in Hoofdstukken 2 en 3.

254. (...) GEKOPPELD AAN EEN RECHTSVERGELIJKEND ONDERZOEK VAN DE OMZETTINGSWETTEN IN DE 5 SLEUTELJURISDICTIES. De 5 alhier onderzochte jurisdicties zijn opnieuw België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland. Voor een verantwoording van deze keuze verwijzen we naar de methodologische noten in de inleiding bij Deel 1.

3. EEN BEGINSELENBENADERING GEKOPPELD AAN EEN GEDETAILLEERDE TECHNISCHE ANALYSE

255. EEN BEGINSELENBENADERING (...). Prospectusreglementering is technisch en complex van aard. De gebruikte methode beoogt niettemin beginselen te identificeren. Is een beginselenbenadering relevant? Dergelijke vraag is niet makkelijk te beantwoorden. Het valt op dat in de teksten op de verschillende niveaus – de Prospectusrichtlijn op niveau 1, de Prospectusverordening op niveau 2 en de CESR documenten op niveau 3 – bepaalde gedachten en principes steeds terugkomen. Hoewel deze

¹¹¹² Idem, 4. Zie tevens : “Other responses were more far-reaching and called for the waiver of product approval/registration, transaction reporting, marketing, advertising, and documentation filing. Furthermore, as already foreseen by MiFID in the case of transactions between eligible counterparties conduct of business rules (suitability/appropriateness), best execution and order handling rules should not apply. In a cross-border context, any administrative or documentation filings should take place once - in the country of issue of the instrument. Requirements to file documents in local languages would be waived” (idem).

¹¹¹³ Zie de methodologische noten bij de inleiding bij Deel 1.

door de Europese regelgevers niet als zodanig zijn uitgewerkt, kunnen de verschillende niveaus verticaal worden samengebracht en kunnen aldus “beginselen” worden geïdentificeerd.

256. (...) GEKOPPELD AAN EEN GEDETAILLEERDE TECHNISCHE ANALYSE. Betekent dit echter dat de prospectusreglementering anno 2008 ook werkelijk geharmoniseerd is? Dit is geen louter academische vraagstelling, maar heeft o.i. een groot praktisch belang. Om dat aan te tonen, geven we drie voorbeelden van vragen die zich in de praktijk kunnen stellen. Ten eerste, zal eenzelfde verrichting die in de ene lidstaat geen aanleiding geeft tot een openbare aanbidding, *met zekerheid* in alle onderzochte jurisdicties eveneens geen aanleiding tot een openbare aanbidding geven? Ten tweede, zal een uitgevende instelling met zetel in de ene lidstaat, die aandelen wenst aan te bieden aan institutionele beleggers in één of meerdere andere onderzochte jurisdicties, *met zekerheid* erop kunnen vertrouwen dat al deze jurisdicties in een *identieke* vrijstellingsregeling voorzien als de lidstaat waar zij haar zetel heeft? Ten derde, zal een uitgevende instelling die via een vrijstelling aandelen aanbiedt aan haar werknemers en daartoe een “gelijkwaardig informatiedocument” opstelt, datzelfde document *met zekerheid* kunnen gebruiken voor al haar werknemers in alle onderzochte jurisdicties? In deze drie voorbeelden hebben we telkens “met zekerheid” beklemtoond. Immers, men kan ervan uitgaan dat de efficiëntie van de intermediatie hoger zal zijn indien er op voorhand zekerheid bestaat omtrent de antwoorden, dan indien er daaromtrent onzekerheid bestaat. Indien *ex ante* onzekerheid bestaat – zelfs in kleine mate – riskeert dat immers transactiekosten teweeg te brengen die een hindernis kunnen zijn voor de financiële intermediatie¹¹¹⁴. Het gaat hier evenwel om een risico : het is van belang de concrete divergenties en onzekerheid te appreciëren, om aldus te besluiten of er een probleem kan ontstaan of niet¹¹¹⁵. De methodologische gevolgtrekking voor het onderzoek is dat het van belang is om de onderzochte jurisdicties *in detail* te onderzoeken. Het volstaat niet om enkel de geharmoniseerde algemene regels te identificeren, indien technische regels het algemeen niveau van harmonisatie op hun beurt teniet doen. Een diepgaande, technische analyse dringt zich op.

4. EEN OMVATTENDE STUDIE, MET EVENWEL ENKELE BELANGRIJKE BEPERKINGEN

257. EEN OMVATTENDE STUDIE (...). Het onderzoek van Deel 2 beoogt – zoveel als dat in een technisch en evoluerend domein mogelijk is – omvattend te zijn in de rechtsvergelijkende analyse. Meer precies wordt er getracht om, binnen het voorwerp van de studie, geen selecties te maken. Mee als gevolg daarvan zijn een aantal van de elementen in het rechtsvergelijkend onderzoek relatief nieuw vanuit het (positiefrechtelijk) Belgisch perspectief.

258. (...) MET ENKELE BELANGRIJKE BEPERKINGEN. Uit de gevolgde methode – een gedetailleerde analyse van 5 sleuteljurisdicties – volgt dat het voorwerp van het onderzoek noodzakelijkerwijze moest beperkt worden.

259. BEPERKING INZAKE HET VOORWERP VAN HET ONDERZOEK. Ten eerste wordt het voorwerp van de studie beperkt tot de *geharmoniseerde prospectusplicht* van de Prospectusrichtlijn¹¹¹⁶. Dit is een beperking met een aanzienlijke impact. Het toepassingsgebied van de Prospectusrichtlijn is immers op verscheidene wijze ingeperkt – een inperking die op meerdere punten kan bekritiseerd worden. De omzettingen van de meeste jurisdicties hebben de prospectusplicht ook uitgebreid naar verrichtingen die buiten het geharmoniseerd gebied vallen. Een voorbeeld kan dat verduidelijken : zo zijn bepaalde gedeelten van de Belgische Prospectuswet van toepassing op verrichtingen met “beleggingsinstrumenten” hetgeen een andere – en ruimere – categorie is dan verrichtingen met

¹¹¹⁴ Vb. wegens de noodzaak van bijkomend juridisch advies, interne controle, tijdverlies, het risico op juridische problemen achteraf, enz.

¹¹¹⁵

¹¹¹⁶ Zie daaromtrent uitgebreid *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 1*.

“effecten” in de zin van de Prospectusrichtlijn¹¹¹⁷. Bijgevolg vallen openbare aanbiedingen van effecten onder het zogenaamd geharmoniseerd gedeelte van de Belgische Prospectuswet en vallen openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten¹¹¹⁸ (andere dan effecten) onder het zogenaamd niet-geharmoniseerd gedeelte van de Belgische Prospectuswet. Welnu, het is precies dit niet-geharmoniseerd gedeelte – dat per definitie voor alle jurisdicties verschillend kan zijn – dat buiten het domein van ons onderzoek valt. Voorliggend onderzoek is immers enkel beperkt tot de harmonisatie die door de Prospectusrichtlijn is teweeggebracht, en gaat niet in op de prospectusplicht die – terecht of onterecht – niet geharmoniseerd is¹¹¹⁹.

260. BEPERKING INZAKE HET VOORWERP VAN HET ONDERZOEK (II). Om deze reden is ook de aansprakelijkheidsregeling die voor elk van de onderzochte jurisdicties geldt, uitgesloten uit het toepassingsgebied van het onderzoek¹¹²⁰. O.i. kan – op grond van het algemeen besluit bij Deel 1 – de

¹¹¹⁷ Vgl. art. 4, §1 en art. 5, §1 van de Prospectuswet. De notie “effecten” (art. 5, §1 Prospectuswet) is een getrouwe omzetting van het effectenbegrip van de Prospectusrichtlijn. De notie “beleggingsinstrumenten” (art. 4, §1 Prospectuswet) vervangt de notie “effecten” van de wet van 22 april 2003 als algemeen operationeel begrip van de Belgische prospectusreglementering (M.v.T. Prospectuswet, 8: “instruments de placement” om verwarring te vermijden met de begrippen “titres de capital” en “titres autres que de capital” die in de Prospectusrichtlijn en in de Prospectusverordening worden gehanteerd), namelijk voor het geharmoniseerde deel alsook voor het niet-geharmoniseerde deel van de wet. “Effecten” blijven eveneens een operationeel begrip, zij het subsidiair en met name enkel voor het gedeelte van de Prospectuswet dat overeenkomt met het door de Prospectusrichtlijn geharmoniseerde kader. Vanwaar deze tweedeling? In de wet van 22 april 2003 werd het begrip “effect” ruimer dan in de richtlijn. Zo omvat het onder meer ook geldmarktinstrumenten (art. wet 22 april 2003; M.v.T. Prospectuswet 7-8 en 30). Om de Prospectuswet terminologisch af te stemmen op de Prospectusrichtlijn – en meer nog op de rechtstreeks toepasselijke Prospectusverordening – heeft de Belgische wetgever ervoor geopteerd om de term “beleggingsinstrumenten” te gebruiken wanneer “effecten” in de zin van de wet van 22 april 2003 worden bedoeld, en de term “effecten” wanneer “effecten” in de zin van de Prospectusrichtlijn worden bedoeld. Zie J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 184.

¹¹¹⁸ Zoals gezegd, komt dit begrip grosso modo overeen met het effectenbegrip van de wet van 22 april 2003 (Zie in dat verband J. NELISSEN GRADE en B. DE VOS, “Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus”, *T. Fin. R.*, 2005, 1138, 1141-2). Er zijn niettemin enkele verschilpunten. Zo worden ook de “geldmarktinstrumenten” toegevoegd aan de lijst van beleggingsinstrumenten, omdat de Prospectusrichtlijn expliciet stelt dat geldmarktinstrumenten geen effecten zijn (M.v.T. Prospectuswet, 30). Ten tweede zal men zich herinneren dat het effectenbegrip van de wet van 22 april 2003 een catchall-begrip was, dat “alle al dan niet verhandelbare beleggingsinstrumenten, ongeacht welk het onderliggend actief is” omvatte (Art. 2 wet van 22 april 2003. Zie D. NAPOLITANO, “Openbare aanbieding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 96, nr. 51). Aansluitend op deze definitie gaf de wet van 22 april 2003 een indicatieve en niet-limitatieve opsomming van een aantal beleggingsinstrumenten die in elk geval als “effecten” moesten worden gekwalificeerd en expliciteerde de memorie van toelichting bij de wet van 22 april 2003 dat aan effecten steeds een investeringsaspect moet zijn verbonden (waarmee impliciet naar het klassieke begrip “beroep op het spaarwezen” werd verwezen) (M.v.T. bij de wet van 22 april 2003, 9). De definitie van beleggingsinstrumenten in de Prospectuswet behoudt deze uitgangspositie. Ofschoon op het eerste zicht geformuleerd als een limitatieve opsomming, bevat artikel 4 § 1, 10° Prospectuswet een soortgelijke residuele bepaling. In wezen expliciteert de wetgever in deze bepaling wat hij in 2003 met “investeringsaspect” bedoelde: “het mogelijk maken een financiële belegging uit te voeren” is met name het criterium om uit te maken of een instrument al dan niet een beleggingsinstrument is. Op te merken valt dat deze notie potentieel zeer ver gaat. De meest diverse “ongewone” beleggingsproducten kunnen hieronder vallen – te denken valt aan beleggingen in zogenaamde teakfondsen, rechten op struisvogeleieren, rechten op wijnranken of rechten op verhuurde containers, enz. – maar ook de Kyoto-emissierechten en waarom niet, geëffectiseerde kunstwerken, enz. Een politiek debat – zoals dat in Nederland ter gelegenheid van de totstandkoming van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 gevoerd is – is in België achterwege gebleven (Cf. G. JONG, “Soortgelijk sorteert effect”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004/11, 261: “[f]lexibiliteit en snelheid vereisen juist een vagere gebiedsaanduiding. In de afweging van helderheid versus flexibiliteit gaf minister Zalm de voorkeur aan flexibiliteit (snelheid), zeker gelet op de ontwikkelingen van allerlei nieuwe financiële instrumenten”).

¹¹¹⁹ Wat betreft het gegeven voorbeeld worden daarom enkel verrichtingen met effecten onderzocht (art. 5, §1 Prospectuswet) en niet verrichtingen met beleggingsinstrumenten andere dan effecten (art. 4, §1 Prospectuswet).

¹¹²⁰ L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.), op 15 : “[...] [T]he Directive fails to harmonize prospectus liability. As a result, even for a prospectus approved in one jurisdiction and used throughout several Member States thanks to the mutual recognition system, a false statement would conceivably trigger different local liability regimes, principles and doctrines, depending on the law applicable according to local conflict of laws provisions”.

keuze van de Europese wetgever om de aansprakelijkheid buiten het geharmoniseerde gebied te houden, ernstig bekritiseerd worden¹¹²¹. Het volgt immers uit onze analyse in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 5* (en in het bijzonder 5.4) dat de prospectusplicht staat of valt bij een effectief handavingsregime. Het gebrek aan uniformiteit inzake de aansprakelijkheidsregels lijkt een hindernis te zijn voor de efficiëntie van de financiële intermediatie¹¹²². Het regime van de prospectusaansprakelijkheid in de onderzochte jurisdicties blijft naar huidig recht immers een (weinig) geharmoniseerd kluwen van algemeen aansprakelijkheidsrecht en bijzondere financieelrechtelijke regels, hetgeen per lidstaat verschillend zal zijn. Het toezicht, en de afdwingbaarheid van de aansprakelijkheidsregels, is een verdere complicerende factor¹¹²³. Een grondige studie van de aansprakelijkheidsregeling behoeft o.i. een bijzonder onderzoek. Overigens valt op te merken dat een dergelijke studie (of minstens een uitstekende aanzet daartoe) reeds bestaat, met name het in 2005 HOPT EN VOIGT verschenen boek over de *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, met een vergelijking van verscheidene lidstaten, Zwitserland, en de Verenigde Staten¹¹²⁴. Ook in het Verenigd Koninkrijk vond – in de context van de omzetting van Transparantierichtlijn onder leiding van DAVIES een studie plaats omtrent de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling¹¹²⁵.

261. BEPERKING INZAKE HET VOORWERP VAN HET ONDERZOEK (III). Een verdere beperking is dat het onderzoek toegespitst wordt op de geharmoniseerde prospectusplicht¹¹²⁶ (met inbegrip van de geharmoniseerde prospectusvrijstellingen)¹¹²⁷. De bepalingen inzake de inhoud, de opstelling of de verspreiding van het prospectus zelf, worden niet – rechtstreeks – onderzocht, zij het dat, waar relevant, verscheidene aspecten daarvan wel worden aangehaald. Deze beperking wordt verantwoord vanuit de idee dat het onderzoek zich beperkt tot de essentiële aspecten van de geharmoniseerde prospectusreglementering : in welke gevallen zal een prospectus vereist zijn, en in welke gevallen – en onder welke voorwaarden – is een verrichting vrijgesteld van de prospectusplicht. Deze beperking is niet noodzakelijk, en zelfs niet wenselijk : het onderzoek kan met name worden voortgezet, om ook de werkelijke harmonisatie van de opstelling of verspreiding van het prospectus, en alle andere aspecten van de prospectusreglementering, na te gaan. Zo kan in een verder onderzoek worden onderzocht of er inhoudelijke divergenties bestaan inzake de informatie in goedgekeurde prospectussen, en of de inhoudelijke vereisten of de regels inzake de verspreiding van het prospectus wel optimaal zijn (de in Deel 1 uitgewerkte harmonisatietest kan daartoe als leidraad worden gebruikt).

¹¹²¹ Art. 6 Prospectusrichtlijn bepaalt immers enkel een aantal *algemene principes*, die binnen de in deze bepaling gegeven klijlijnen door de lidstaten naar believen kunnen worden geconcretiseerd: “1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de verantwoordelijkheid voor de in een prospectus verstrekte informatie ten minste berust bij de uitgevende instelling of bij zijn leidinggevend, toezichhoudend of bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de handel op een gereguleerde markt of de garant, al naar gelang van het geval. [...] 2. De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. De lidstaten dragen er evenwel ook zorg voor dat een persoon niet wettelijk aansprakelijk kan worden gesteld op basis van de samenvatting alleen, met inbegrip van enigerlei vertaling ervan, tenzij deze misleidend, onjuist of inconsistent is wanneer zij samen met de andere delen van het prospectus wordt gelezen”.

¹¹²² Vgl. E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 473-489 en de conclusies op 489-490: “The option of not passporting as a tool for managing liability and litigation risks associated with prospectuses is thus available. That consideration may have influenced the structure of the *Standard Life* flotation where the passport was used only for the purposes of a preferential offer to members and employees and only in those EU countries outside the UK in which it already had a significant retail presence. It was not a ‘full’ retail cross-border offering”.

¹¹²³ Het toezicht is immers gedeeltelijk geharmoniseerd. Zie artt. 21 t.e.m. 23 Prospectusrichtlijn.

¹¹²⁴ K. J. HOPT en H.-C. VOIGT, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2005 (1209 p.).

¹¹²⁵ P. DAVIES, “Review of Issuer Liability (Liability for Misstatements to the Market: Discussion Paper)”, maart 2007; P. DAVIES, “Review of Issuer Liability”, *HM Treasury*, juni 2007. Zie tevens E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 482; J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (654 p.), 236.

¹¹²⁶ Art. 3 Prospectusrichtlijn.

¹¹²⁷ Art. 4 Prospectusrichtlijn.

262. BEPERKING INZAKE HET VOORWERP VAN HET ONDERZOEK (IV). Een laatste beperking van het onderzoek in Deel 2 is dat in hoofddeorde uitsluitend het huidige recht wordt bestudeerd. Uiteraard werden, waar relevant, een aantal wetshistorische noten toegevoegd¹¹²⁸. Voor een goed begrip van bepaalde keuzes bij de omzettingen kan het bijvoorbeeld relevant zijn te verstaan wat de precieze context was waarin een bepaalde keuze werd gemaakt¹¹²⁹. Deze beperking betreft daarentegen het feit dat een omvattende wetshistorische beschrijving van de prospectusreglementering voor elk van de onderzochte jurisdicties, van het ontstaan tot het heden, is weggelaten¹¹³⁰. De verantwoording daarvoor is dat een omvattende historische analyse voor elk van de onderzochte jurisdicties, relatief weinig toegevoegde waarde biedt, en het onderzoek vooral riskeert af te leiden van haar eigenlijk opzet, temeer gezien het niveau van detail in onze analyse van Deel 2.

5. TUSSENTIJDEN BESLUIT

In Deel 2 wordt onderzocht of de geharmoniseerde prospectusplicht in de realiteit resulteert tot een vorm van harmonisatie die voldoende is om de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht op een kosteneffectieve wijze te bereiken. Dit onderzoek werd op verscheidene gronden verantwoord, en dit niet alleen vanuit het perspectief van de “openbare aanbieder” of “toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt” maar ook vanuit het perspectief van de “private placements” en het toenemend belang van de “private equity”. De methode van het onderzoek is gebaseerd op twee ijkpunten : een “top down” analyse van de reglementering op EU niveau die wordt gekoppeld aan een “bottom up” rechtsvergelijkende analyse van de vijf onderzochte sleuteljurisdicties (namelijk België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland), en dit terwijl zo weinig mogelijk selecties worden gemaakt in het al dan niet behandelen van onderwerpen. Wegens de mate van detail die dergelijk omvattend rechtsvergelijkend onderzoek vereist, wordt het voorwerp van het onderzoek beperkt. Zo is de aansprakelijkheidsregeling die voor elk van de onderzochte jurisdicties geldt, uitgesloten uit het toepassingsgebied van het onderzoek, en wordt, in hoofddeorde, uitsluitend het huidige recht wordt bestudeerd.

¹¹²⁸ Er kan ook worden verwezen naar de historische analyses in *Deel 1*, met name in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdelingen 1 en 2*.

¹¹²⁹ Bovendien wordt een bondig, algemeen overzicht gegeven van de omzettingshistoriek van de huidige wetgeving voor elk van de onderzochte jurisdicties.

¹¹³⁰ In *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2* worden de regels voor elk van de onderzochte jurisdicties evenwel kort – en enigszins pragmatisch – historisch gekaderd.

HOOFDSTUK 1

DE HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

In dit eerste Hoofdstuk van Deel 1 wordt de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn geconfronteerd met de wijze waarop de Prospectusrichtlijn is omgezet in de onderzochte jurisdicties. Het Hoofdstuk valt uiteen in twee afdelingen. In Afdeling 1 wordt daarom vooreerst de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn aan een kritisch onderzoek onderworpen. Vervolgens zal in Afdeling 2 de aldus geïdentificeerde harmonisatiemethode getoetst worden aan de wijze waarop de geharmoniseerde prospectusbepalingen werden omgezet in de onderzochte jurisdicties.

AFDELING 1. DE HARMONISATIEMETHODE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

1.1. OPZET

263. IS DE PROSPECTUSRICHTLIJN EEN “TOTALE HARMONISATIE” RICHTLIJN? Het antwoord op deze vraag kan kort zijn. Zo stelde CESR in juni 2007 bij de aanhef van haar rapport omtrent de *Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation* dat : “The [Prospectus Directive] is a maximum harmonisation directive and its objectives are to ensure investor protection and market efficiency”¹¹³¹. Dat zou betekenen dat binnen het geharmoniseerde domein – zoals we dat hebben geïdentificeerd in *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 1* – de omzettingruimte voor lidstaten uiterst minimaal zou zijn of zelfs niet meer zou bestaan : de lidstaten zouden bij de omzetting van de Prospectusrichtlijn binnen het geharmoniseerde domein immers noch strengere, noch mindere regels kunnen uitvaardigen¹¹³². Deze afdeling beoogt de positie van CESR op zijn waarheid te toetsen. Ten eerste wordt ingegaan op de betekenis van “totale harmonisatie” waarbij deze methode wordt gekaderd in het continuüm van harmonisatiemethodes en waarbij wordt getracht om de punten van kritiek die in de doctrine werden geuit aangaande de methode van de “totale harmonisatie” te synthetiseren. Vervolgens wordt onderzocht, op basis van een diepgaande, zorgvuldige lezing van de Prospectusrichtlijn (met inbegrip van de bronnen die met deze richtlijn verband houden) wat de precieze harmonisatiemethode van deze richtlijn is.

1.2. “TOTALE HARMONISATIE” GEKADERD IN HET CONTINUÛM VAN HARMONISATIEMETHODES

264. UNIFICATIE, UNIFORMISERING EN HARMONISATIE. Wat betekent harmonisatie in de context van het communautair recht? BENACCHIO EN PASA stellen voor een onderscheid te maken tussen *unificeren*, *uniformiseren* en *harmoniseren*¹¹³³. Unificeren is het bewerkstelligen van dergelijke mate van homogeniteit dat niet alleen de regels uniform zijn, maar ook uniform worden geïnterpreteerd door “federale” rechtbanken, zoals het Europees Hof van Justitie. Uniformiseren betekent dat de regels uniform worden gemaakt (via bijvoorbeeld een verordening) hoewel deze geïnterpreteerd worden door de rechtbanken in de verschillende lidstaten. Harmoniseren ten slotte betekent dat de regels van de lidstaten worden afgestemd op Europese regels met een mindere (minimale harmonisatie) tot grotere mate (totale harmonisatie) aan uniformiteit¹¹³⁴. In de analyse hieronder wordt ingegaan op dit “proces van afstemming” waarbij de regels van de lidstaten geleidelijk aan worden omgebogen tot meer

¹¹³¹ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 5, nr. 1. Zie tevens nr. 6: “CESR considers its ongoing role in the area of prospectuses to be that of ensuring convergence on the basis that uniformity is crucial for the effective functioning of the [Prospectus Directive], a maximum harmonisation directive” (eigen cursivering) en nr. 25 : “As the [Prospectus Directive] is a maximum harmonisation Directive and the level of interaction between competent authorities has increased because of the passport mechanism, it soon became clear that it was essential for CESR members to achieve convergence in their approaches” (eigen cursivering).

¹¹³² Cf. E. WYMEERSCH, *Bedenkingen bij enkele recente ontwikkelingen in het financiële toezicht in Europa*, Working Paper Series Instituut Financieel Recht, december 2004 (14 p.), 3 : “Daar waar voorheen de richtlijn een bepaald minimumniveau van reglementering over de gehele Unie invoerde, en de lidstaten aanvullende vooral beschermende voorschriften konden uitvaardigen, wordt voortaan deze ruimte aan de lidstaten ontzegd : de [maximale harmoniseringsrichtlijn] voert een verplichtend niveau van reglementering in, dat de lidstaten bindt en hen niet meer toelaat aanvullende voorschriften toe te voegen. De lidstaten behouden hun beoordelingsruimte inzake de vorm van omzetting, de precieze bewoordingen, enz. [...] Op de vraag of voortaan nog ruimte bestaat voor een op het ‘algemeen belang’ steunend voorbehoud, dient wellicht een meer restrictief antwoord te worden geformuleerd : behoudens binnen de perken van de richtlijn, en van de allesoverheersende bepalingen van het verdrag (art. 46), bijvoorbeeld op grond van volksgezondheid of openbare orde, kunnen nationale beperkingen niet langer toelaatbaar worden geacht”.

¹¹³³ C.A. BENACCHIO en B. PASA, *A Common Law for Europe*, Budapest/New York, CEU Press, 2005 (320 p.), 26-28.

¹¹³⁴ Idem, 28.

uniforme, Europese regels. Meer bepaald wordt de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn onderzocht : op welke wijze harmoniseert deze richtlijn de prospectusplicht in de E.E.R.?

1.2.1. Veelheid van harmonisatiemethodes

265. VEELHEID VAN HARMONISATIEMETHODES. In het Europees recht bestaat een veelheid van harmonisatiemethodes, elk met een eigen effect op welke reguleringsbevoegdheden nog toebehoren aan de lidstaten na de harmonisatie¹¹³⁵. Het is bovendien niet steeds eenvoudig om de verschillende harmonisatiemethodes af te bakenen¹¹³⁶. We zetten de voornaamste methodes – zeer beknopt – op een rijtje. Ten eerste kunnen normen en beleid via een verordening – die rechtstreeks toepasselijk is – worden geharmoniseerd¹¹³⁷. Dat is de meest verregaande vorm van harmonisatie : eenzelfde rechtsinstrument zal immers in alle lidstaten rechtstreeks van toepassing zijn¹¹³⁸. Een tweede harmonisatiemethode is de totale harmonisatie – ook “maximale” of “volledige” harmonisatie genoemd¹¹³⁹ – hetgeen betekent dat meer of minder strenge afwijkingen, behoudens vrijwaringsclausules, niet zijn toegestaan¹¹⁴⁰. In theorie realiseert de communautaire wetgever zowel via een verordening als via een maximale harmonisatie richtlijn een exhaustieve eenmaking van het recht van de lidstaten, waardoor er bijgevolg geen ruimte meer bestaat voor nationaal regulerend optreden buiten de toepassing c.q. omzetting van uniforme regels¹¹⁴¹. Een minder verregaande harmonisatiemethode is optionele harmonisatie, hetgeen betekent dat (in meer of mindere mate) een keuze wordt gelaten tussen de geharmoniseerde normen en de nationale normen¹¹⁴². Steeds meer betekent optionele harmonisatie ook dat een richtlijn bepaalde geharmoniseerde (regelgevings)opties, niet aan de marktspelers, maar aan de lidstaten aanbiedt¹¹⁴³. Partiële of gedeeltelijke harmonisatie is een

¹¹³⁵ L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.), op 6 : “Substantive harmonization measures preempt and/or limit States’ legislative powers to a varying degree, depending on whether harmonization measures are minimum or maximum, mandatory or optional, partial or comprehensive”.

¹¹³⁶ M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, 265, nr. 571.

¹¹³⁷ E. WYMEERSCH, “Bedenkingen bij enkele recente ontwikkelingen in het financiële toezicht in Europa”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, december 2004 (14 p.), 3; P.J. SLOT en G. STRAETMANS, “Harmonisatie van wetgeving in de EG”, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691, 721-2.

¹¹³⁸ Zoals in vorige afdeling aangegeven, was dit het geval met de Prospectusverordening : deze was immers van toepassing in alle lidstaten vanaf 1 juli 2005, ook in deze lidstaten die, zoals België, de Prospectusrichtlijn op 1 juli 2005 niet hadden omgezet.

¹¹³⁹ FBE, “19th Meeting of the Associates - State of Integration of Europe’s Financial Markets”, 29 november 2004 (42 p.), 37 : “The term ‘full harmonisation’ should be preferred over that of ‘maximum harmonisation’ as the latter risk being interpreted by some as meaning a high level of consumer protection”.

¹¹⁴⁰ E. TERRY, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van doctor in de rechten, 2005, 64-72, met een kritische evaluatie van nood aan maximale harmonisatie (66-72). Zie ook P.J. SLOT en G. STRAETMANS, “Harmonisatie van wetgeving in de EG”, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691, 722, nr. 48 en, in de context van de Prospectusrichtlijn, M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 718, nr. 16.20 : “[maximum harmonization] means that [...] Member States cannot impose obligations which go beyond those set out in the directive and accompanying regulations”. Vgl. tevens considerans nr. 9 van de nieuwe Consumentenkrediet Richtlijn 2008/48/EG : “Volledige harmonisatie is nodig om te waarborgen dat alle consumenten in de Gemeenschap een hoog en gelijkwaardig niveau van bescherming van hun belangen genieten en om een echte interne markt te creëren. Het mag de lidstaten derhalve niet worden toegestaan andere nationale bepalingen te handhaven of in te voeren dan er in deze richtlijn zijn vastgelegd” en art. 4 van EUROPESE COMMISSIE, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende consumentenrechten, COM(2008) 614 definitief, 8 oktober 2008 : “Lidstaten mogen in hun nationale wetgeving geen bepalingen handhaven of invoeren die afwijken van de bepalingen in deze richtlijn, met inbegrip van meer of minder strikte bepalingen die een ander niveau van consumentenbescherming moeten waarborgen”.

¹¹⁴¹ Cf. M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, 263, nr. 566.

¹¹⁴² R. VAN DEN BERGH, “Regulatory competition or harmonization of laws? Guidelines for the European regulator”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 27-49, 36; P.J. SLOT, *Technical and administrative obstacles in the EEC*, Dissertatie, Leiden, 1975, 113; M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, 263, nr. 567.

¹¹⁴³ Vb. zie art. 2.1.e.v) Prospectusrichtlijn : “indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning” kunnen

vierde harmonisatiemethode waarbij ofwel de geharmoniseerde norm enkel voor het grensoverschrijdend verkeer geldt¹¹⁴⁴ ofwel de richtlijn een regeling van bepaalde materies overlaat aan de lidstaten¹¹⁴⁵. Een vijfde harmonisatiemethode is de zogenaamde “alternatieve” harmonisatie : in dit geval beschikken de lidstaten over alternatieve mogelijkheden¹¹⁴⁶. Belangrijker is een zesde harmonisatiemethode, namelijk de minimumharmonisatie (of minimale harmonisatie). Minimumharmonisatie betekent dat aan de nationale wetgever de bevoegdheid wordt gegeven om met betrekking tot het geharmoniseerd domein, strengere en dus meer nationale wetgeving vast te stellen dan de Europese regeling vastlegt¹¹⁴⁷. Lidstaten hebben aldus de mogelijkheid te voorzien in strengere, verdergaande of meer restrictieve normen¹¹⁴⁸. Deze vrijheid is niet onbegrensd : zo moeten lidstaten doorgaans de Europese Commissie ervan op de hoogte brengen welke strengere regels zijn uitgevaardigd en mogen dergelijke strengere regels zelf niet in strijd zijn met de Verdragsbepalingen zoals art. 28-30 EG of het evenredigheidsbeginsel¹¹⁴⁹. Zoals WEATHERILL stelt : “The applicable Community legislation sets a floor, the Treaty itself a ceiling and the member states are free to pursue an independent domestic policy between those two parameters”¹¹⁵⁰. Minimale harmonisatiemethode, samen met wederzijdse erkenning kan het “reguleringsparadigma” van de tweede fase van de harmonisatie van het effectenrecht genoemd worden¹¹⁵¹, hetgeen volgens TISON neerkwam op een “noodzakelijke maar voldoende harmonisatie”¹¹⁵². Minimale harmonisatie is daarom typisch fragmentair (bepaalde doelstellingen), onvolledig (regels buiten het geharmoniseerde gebied worden onverlet gelaten)¹¹⁵³, en partieel (de nieuwe regels vervangen niet steeds de reeds bestaande regels)¹¹⁵⁴. Wederzijdse erkenning van nationale normen is een zevende harmonisatiemethode. Deze methode is “oneigenlijk” in die zin dat geen “echte” harmonisatie plaatsvindt maar wel een kader tot convergentie van de regelgevingen van de lidstaten wordt gecreëerd¹¹⁵⁵.

kleine en middelgrote ondernemingen die hun statutaire zetel in deze lidstaat hebben, als gekwalificeerde belegger worden aangemerkt, indien zij daartoe uitdrukkelijk verzoeken. Zie tevens art. 2.1.e.iv) Prospectusrichtlijn dat voorziet in gelijkaardige mogelijkheid, onder bepaalde voorwaarden, voor natuurlijke personen “indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning”. Zie tevens art. 14.2.e, laatste lid, Prospectusrichtlijn : “De lidstaat van herkomst mag van uitgevende instellingen die hun prospectus overeenkomstig [art. 14.2.a of 14.2.b] publiceren, tevens eisen dat ze hun prospectus in elektronische vorm overeenkomstig [art. 14.2.c] publiceren”, en art. 14.3 Prospectusrichtlijn : “De lidstaat van herkomst mag daarenboven eisen dat een bericht wordt gepubliceerd waarin wordt vermeld op welke manier het prospectus beschikbaar is gesteld en waar het publiek het kan verkrijgen”.

¹¹⁴⁴ P.J. SLOT en G. STRAETMANS, “Harmonisatie van wetgeving in de EG”, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691, 728.

¹¹⁴⁵ M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, 263-264, nr. 568.

¹¹⁴⁶ *Idem*, 729.

¹¹⁴⁷ Y. HOFHUIS, *Minimumharmonisatie in het Europees recht*, Deventer, Kluwer, 2006 (191 p.), 5.

¹¹⁴⁸ *Idem*, 5.

¹¹⁴⁹ *Idem*, 6-7.

¹¹⁵⁰ S. WEATHERILL, “Beyond Preemption? Shared Competence and Constitutional Change in the European Community”, in D. O’KEEFFE en P. TWOMEY (eds.), *Legal Issues of the Maastricht Treaty*, Londen, Chancery, 1994, 13-33, op 25.

¹¹⁵¹ Zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 2*.

¹¹⁵² M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, mei 2006, 2.

¹¹⁵³ Met dien verstande evenwel dat de regels die verder gaan dan de (minimaal) geharmoniseerde regels getoetst moeten worden op compatibiliteit met het primair communautair recht. Zie G. KEMPERINK en J. STUYCK, “The thirteenth company law directive and competing bids”, *Common Market Law Review*, 2008, 93-130, op 113 : “Where a directive only sets a minimum standard whilst Member States are free to enact stricter rules on the subject matter of harmonization, these latter rules are subject to primary Community law”.

¹¹⁵⁴ C.A. BENACCHIO en B. PASA, *A Common Law for Europe*, Budapest/Naw York, CEU Press, 2005 (320 p.), 34. HOFHUIS stelt om deze reden ook dat het niet eenvoudig is om exact te bepalen hoever de wetgever kan gaan in het nemen van ‘stengere’ maatregelen : “Om strengere wetgeving vast te kunnen stellen is een nauwkeurige bestudering van de betreffende regeling noodzakelijk. Europese wetgeving kan op verschillende manieren minimumnormen bevatten : expliciet en/of impliciet. [...] Helaas zijn de [expliciete minimumclausules in Europese wetgeving] vaak algemeen geformuleerd, waardoor de nationale wetgever wel duidelijk is dat hij strengere wetgeving mag vaststellen, maar niet precies hoe en wanneer. Dit is wel het geval bij impliciete minimumharmonisatie: door het gebruik van streefwaarden geeft de Europese wetgever aan wat precies de ondergrens is en op welk punt de nationale wetgever verder mag gaan”. Zie : Y. HOFHUIS, *Minimumharmonisatie in het Europees recht*, Deventer, Kluwer, 2006 (191 p.), 158-159.

¹¹⁵⁵ P.J. SLOT en G. STRAETMANS, “Harmonisatie van wetgeving in de EG”, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691, 734, nr. 72.

1.2.2. Kritiek met betrekking tot “totale harmonisatie”

266. TENDENS NAAR TOTALE HARMONISATIE. Sinds een aantal jaren is in verschillende domeinen van het recht – zoals met name het Europees financieel recht, Europees consumentenrecht en het Europees contractenrecht – een tendens in de richting van totale harmonisatie vast te stellen¹¹⁵⁶. De methode van de totale harmonisatie krijgt echter typisch af te rekenen met diverse kritische vragen. COUSY stelt daaromtrent dat : “Harmonisation of laws gives rise to many, both more fundamental and more technical and methodological problems. Most of these problems can be concentrated around the three questions : why, how and who”¹¹⁵⁷. We hernemen hieronder een aantal van de kritische vragen, in sterk samengevatte vorm. We brengen deze onder in vijf categorieën, namelijk punten van kritiek van juridische, filosofische, culturele, politieke en economische aard.

267. VERZAMELING VAN PUNTEN VAN KRITIEK VAN “JURIDISCHE AARD”. Een eerste categorie van punten van kritiek is grotendeels van juridische aard. Zo luidt een kritiek dat verschillende rechtsstelsels op zich geen obstakel hoeven te zijn voor grensoverschrijdend verkeer¹¹⁵⁸. Een voorbeeld van een goed functionerende “interne markt” is bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, waar nochtans aanzienlijke verschillen bestaan tussen de juridische stelsels van Schotland, Engeland en Wales¹¹⁵⁹. TERRYN stelt dat totale harmonisatie – indien deze niet juist gecoördineerd wordt – kan leiden tot “delicate afbakeningsproblemen”¹¹⁶⁰. SLOT EN STRAETMANS onderstrepen in dat verband het belang van het vraagstuk van de uitputtendheid, namelijk de vraag welk precies domein de Europese regel regelt (we herinneren in deze context aan *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 1* waar we hebben getracht het werkelijke harmonisatiedomein van de Prospectusrichtlijn te identificeren)¹¹⁶¹. Anders gezegd maakt totale harmonisatie het ook moeilijk om de consistentie van het nationale recht te bewaren¹¹⁶². Een verdere vorm van kritiek stelt dat indien totale harmonisatie leidt tot de invoering van nieuwe regels, dit kan gepaard gaan met een periode van rechtsonzekerheid. Zo bijvoorbeeld inzake de harmonisatie van het verzekeringsrecht wordt aangehaald door WEBER-REY die stelt dat de bestaande rechtspraak niet meer zal kunnen worden gebruikt (of zal het onduidelijk zijn welk gedeelte van deze rechtspraak nog zal blijven gelden)¹¹⁶³. Er gaan ook aanzienlijke constitutionele problemen gepaard met totale harmonisatie. Op dit vlak werd onder meer door MOLONEY de kritiek geuit dat in een aantal totale harmonisatie voorstellen van de Europese Commissie op het gebied van consumentenbescherming amper aandacht werd geschonken aan het subsidiariteitsbeginsel¹¹⁶⁴.

268. VERZAMELING VAN PUNTEN VAN KRITIEK VAN “FILOSOFISCHE AARD”. Een tweede categorie

¹¹⁵⁶ E. TERRYN, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van doctor in de rechten, 2005, 65., en de talrijke verwijzingen aldaar.

¹¹⁵⁷ H. COUSY, “Harmonisation of national laws against the background of diverging legal cultures”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 349-362, op 349-350.

¹¹⁵⁸ E. MCKENDRICK, “Harmonisation of European Contract Law : The State We Are In”, in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 5-30, 21. Volledigheidshalve is op te merken dat MCKENDRICK deze mening aanhaalt, zonder dienaangaande stelling te nemen : “the arguments generally advanced in favour of further harmonisation of European contract law [are considered]” (op 5).

¹¹⁵⁹ Idem, 21.

¹¹⁶⁰ E. TERRYN, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, proefschrift K.U.Leuven, 2005, 70.

¹¹⁶¹ P.J. SLOT en G. STRAETMANS, “Harmonisatie van wetgeving in de EG”, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691, 740-742, nrs. 84-88.

¹¹⁶² E. TERRYN, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, proefschrift K.U.Leuven, 2005, 69.

¹¹⁶³ D. WEBER-REY, “Harmonisation of European Insurance Contract Law”, in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 207-234, 233.

¹¹⁶⁴ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 12; E. TERRYN, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, proefschrift K.U.Leuven, 2005, 67; K. LANNON en M. LEVIN, *European Financial Law-Making Beyond 2005*, CEPS, 2005.

van punten van kritiek heeft als gezamenlijke ondertoon dat totale harmonisatie divergentie miskent – in plaats van MAO TSE-DONG’s honderd bloemen die bloeien en honderd doctrines die concurreren, wordt één uniforme regeling opgedrongen¹¹⁶⁵. Zo zou totale harmonisatie afbreuk doen aan de mogelijkheid tot experimenteren op nationaal niveau¹¹⁶⁶. Ter ondersteuning van de argumentatie worden doorgaans voorbeelden van “nationale experimenten” gegeven die als inspiratie hebben gediend voor latere Europese wetgeving¹¹⁶⁷. Het zijn bovendien zulke experimenten die tot een “race to the top” leiden. Deze stelling – verdedigd door onder meer VAN DEN BERGH – luidt dat naargelang meer regelgevers met mekaar “concurreren”, meer voorkeuren kunnen worden bediend¹¹⁶⁸. Daarenboven is concurrentie, samen met het experimenteren, een leerproces waarbij informatie geleerd kan worden omtrent de efficiëntie van regels¹¹⁶⁹. Aansluitend bij dit “race to the top” argument is de stelling dat, indien er 25 afzonderlijke juridische regimes bestaan – en in de veronderstelling dat marktspelers op een of andere wijze voor een bepaald juridisch regime kunnen kiezen – méér persoonlijke voorkeuren door het “recht” worden bediend: “[i]f states compete with their legal systems, more preferences may be satisfied”¹¹⁷⁰. Ten slotte zou met totale harmonisatie een “definitieve” keuze worden gemaakt. Dit heeft belangrijke consequenties aangezien dergelijke keuze gemanipuleerd kan worden. Zo toonde COUSY aan dat, in de context van het verzekeringrecht, via de harmonisatiebeweging ook een paradigma-wijziging plaatsvond van het zogenaamde “alpen model” (waar de solidariteitsgedachte centraal staat) naar een “maritiem model” (dat eerder is geïnspireerd op een marktdenken)¹¹⁷¹. Men komt op deze wijze bijna vanzelf terecht in de economische theorie van de “path dependency”¹¹⁷²: het pad dat reeds gevolgd is, kan het onmogelijk maken om in de toekomst optimale regels te ontwerpen¹¹⁷³.

¹¹⁶⁵ “Let one thousand flowers bloom and one thousand schools of thought shall contend” – In Europese context recent aangehaald door K. GRETSCHMANN (Director General for Competitiveness, Research, Industry, Internal Market, Energy, Info Society and Transport), “Universities and Business Organisations in the ERA”, Intervention for the “Knowledge for Growth” Working Party, 7 november 2007, 4, met voor alle duidelijkheid de toevoeging “But please note that I am no advocate of Mao's practical follow-up of cutting off the heads of all thousand flowers!”.

¹¹⁶⁶ H. WAGNER, “Economic Analysis of Cross-Border Legal Uncertainty”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 25-54, op 40. Zie tevens H. BAUM, “Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses”, in : J. BASEDOW en T. KONO (eds.), *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Kluwer Law International, 2000 (230 p.), 77, op 104.

¹¹⁶⁷ T. WILHELMSSON, “Private law in the EU – Harmonized or Fragmented Europeanisation”, *European Review of Private Law*, 2002, 78, 91, 93.

¹¹⁶⁸ R. VAN DEN BERGH, “Regulatory competition or harmonization of laws? Guidelines for the European regulator”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 27-49, 36.

¹¹⁶⁹ Idem, 44. Zie tevens U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 23, tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241.

¹¹⁷⁰ H. WAGNER, “Economic Analysis of Cross-Border Legal Uncertainty”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 25-54, op 39.

¹¹⁷¹ H. COUSY, “Harmonisation of national laws against the background of diverging legal cultures”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 349-362, op 357 : “When the European law makers had to conceive a legal and regulatory framework for the creation of an internal insurance market, they were confronted with this fundamental dichotomy between two insurance traditions : on the one hand the *maritime insurance tradition*, which was much more compatible with the liberalism of the internal market, but only supported by two Member States and the *alpine insurance tradition*, which was heavily relying on a national and highly regulation of the insurance industry and therefore little compatible with the concepts of a European internal (or common) market, but yet shared and at the time strongly supported by a large majority of Member States [...]. [...] [T]he promulgation of the third generation of directives must be viewed as the breakthrough and indeed as a victory of the maritime insurance tradition”. Omtrent de overgang van de tweede generatie naar de derde generatie verzekeringsrichtlijnen, zie o.m. H. CLAASSENS en H. COUSY, “Het algemeen kader van de richtlijnen van de derde generatie”, in: X., *Het Europa van de verzekeringen. De richtlijnen van de derde generatie*, Antwerpen/Louvain-la-Neuve/Brussel, Maklu/Academia/Bruylant, 1992 (384 p.), 17-45, en de verwijzingen aldaar.

¹¹⁷² Zie, i.v.m. “path dependency” : M. ROE, “Chaos and Evolution in Law and Economics”, *Harvard Law Review*, 1996, 109.

¹¹⁷³ Zie vb. J. SMITS, “How to predict the differences in uniformity between different areas of a future European private law? An evolutionary

269. VERZAMELING VAN PUNTEN VAN KRITIEK VAN “CULTURELE AARD”. In een Europa van 30 E.E.R. lidstaten bestaan aanzienlijke culturele en socio-economische verschillen. Zo werd de kritiek geuit dat, zelfs al mocht het feit dat de rechtsstelsels verschillen, een obstakel zijn voor grensoverschrijdend verkeer, dit vaak een minder substantieel obstakel blijkt te zijn dan “natuurlijke” obstakels zoals verschillen inzake taal, cultuur alsook logistieke problemen¹¹⁷⁴. Ook in de context van de discussie omtrent het Europees contractenrecht was een veelgehoorde objectie dat totale harmonisatie zou botsen met culturele, sociale en juridische verschillen¹¹⁷⁵. Zo bestaan aanzienlijke verschillen binnen een Europa met 30 E.E.R. lidstaten en moeten met name de consumenten in Oost-Europa een leerproces ondergaan¹¹⁷⁶. Ook in de context van de financiële dienstensector wordt vaak gewezen op het feit dat markten anno 2008 nog steeds verschillende eigenschappen hebben¹¹⁷⁷.

270. VERZAMELING VAN PUNTEN VAN KRITIEK VAN “POLITIEKE AARD”. Nog een andere kritiek sluit daarbij aan : totale harmonisatie leidt noodzakelijkerwijze tot sub-optimale regels, want – zo wordt gesteld – het uitwerken van een “optimale” totale harmonisatie-regeling, is in de praktijk onmogelijk of minstens bijzonder problematisch. WAGNER bijvoorbeeld haalt het risico aan dat door het ingrijpen van lobbygroepen de originele regels “vervormd” geraken¹¹⁷⁸. Een ander voorbeeld zijn de botsende belangen – niet alleen tussen de Commissie en de lidstaten, maar ook tussen de lidstaten onderling – die riskeren te resulteren in compromissen en bijgevolg in sub-optimale regels. Verder werd door LANNOO EN LEVIN opgemerkt dat totale harmonisatie in wezen haaks staat op de filosofie waarop de eenheidsmarkt tot het eind van de jaren negentig was gebouwd, die berust op de principes van minimale harmonisatie gekoppeld aan wederzijdse erkenning¹¹⁷⁹.

271. VERZAMELING VAN PUNTEN VAN KRITIEK VAN “ECONOMISCHE AARD”. Een op economische efficiëntie gebaseerde kritiek groepeerd een hele reeks meer efficiënte harmonisatiemethodes : zo

approach”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 50, 60-62

¹¹⁷⁴ Idem, 22-23. H. COUSY, “Harmonisation of national laws against the background of diverging legal cultures”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 349-362, op 353 : “The question is how the European legislator has been coping with such diversity of cultures, more specifically whether this diversity of cultures has been sufficiently taken into account through the process of harmonisation and whether the harmonisation efforts have been successful in harmonising the deeply rooted cultural differences that exist – and very probably, will continue to exist – in a ‘soi-disant’ harmonised legal system”. Vgl. tevens de hierboven geciteerde studie van F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report Submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.), op 7 (zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 4*).

¹¹⁷⁵ Zoals bijvoorbeeld het verschil tussen *common law* en *civil law*. Zie de discussie daaromtrent in M. VAN HOECKE, “The harmonisation of private law in Europe : Some misunderstandings”, in : M. VAN HOECKE en F. OST (eds.), *The harmonisation of European Private Law*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (255 p.), 1-20.

¹¹⁷⁶ E. TERRY, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, proefschrift K.U.Leuven, 2005, 68-69. Ook moet erop gewezen worden dat het effect van een geharmoniseerde regel niet voor alle lidstaten hetzelfde moet zijn, waardoor “winnaars” en “verliezers” worden gecreëerd : F. NICOLA, “Another View on European Integration : Distributive Stakes in the Harmonization of European Law”, in : C. DALTON (ed.), *Progressive Lawyering, Globalization and Markets – Rethinking Ideology and Strategy*, Buffalo, William S. Hein & Co., Inc., 2007 (270 p.), 233, op 259 : “The [view] [...] for which I argue here [...] aims to understand the consequences and the uneven impact of a harmonized rule on different territories within the internal market and on different groups of consumers”.

¹¹⁷⁷ RIKSBANK, “The Road Towards an Internal Market for Financial Services”, Financial Stability Report, 2005, 74-75; House of Commons (Treasury Committee), “European Financial Services Regulation - Seventh Report of Session 2005-06”, 23 mei 2006 (144 p.), 39.

¹¹⁷⁸ H. WAGNER, “Economic Analysis of Cross-Border Legal Uncertainty”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 25-54, op 39; N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 12; U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 47, tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241

¹¹⁷⁹ K. LANNOO en M. LEVIN, *European financial law-making beyond 2005*, CEPS, 2005 : “While the reasons to move to maximum harmonisation are understandable - to ensure beyond any doubt that the same rules apply throughout the single market – it remains inconsistent with the fundamental single market principles of minimal harmonisation and mutual recognition”.

kunnen marktobstakels verdwijnen via concurrentie en marktkrachten, eerder dan regulering. CIACCHI stelt anderzijds dat totale harmonisatie niet nodig is, aangezien de meeste rechtbanken tot gelijkaardige uitspraken komen, ongeacht de onderliggende regels en procedures. Dit is een argument dat vaak in de context van het Europees contractenrecht wordt geuit¹¹⁸⁰. De economen HARNAY EN VIGOUROUX bijvoorbeeld ontwikkelden een model waarbij gerechtelijke concurrentie en innovatie tot meer integratie leidt : “[...] the incentive structures facing national and European judges push them to innovate so as to adapt their production. As long as the demand is in favour of integration, the judicial strategies will strengthen the integration process”.¹¹⁸¹ Een aantal andere punten van kritiek betreffen de concrete kostprijs van totale harmonisatie. Zo stelt HAGE dat noch de precieze baten, noch de precieze kosten op termijn van een harmonisatie van het contractenrecht niet kunnen worden vastgesteld en vraagt hij zich af : “Is the harmonisation of European contract law comparable to predicting the precise temperature in Maastricht on August 8th, 2030?”¹¹⁸². Om deze reden dient de regelgever volgens deze auteur zich te onthouden van drastische maatregelen en via een proces van *piecemeal engineering*¹¹⁸³, het juridisch regime wijzigen op een manier die continue monitoring en eventuele aanpassingen mogelijk maakt¹¹⁸⁴. In het geval van harmonisatie zou dat dan betekenen dat ofwel het juridisch regime niet wordt gewijzigd, ofwel dat kleine wijzigingen worden aangebracht, ofwel dat de harmonisatie in een eerste fase als “test” geografisch wordt beperkt¹¹⁸⁵.

1.2.3. Alternatieven : “gemitigeerde totale harmonisatie”

272. VOORNOEMDE PUNTEN VAN KRITIEK “KRITISCH BEKEKEN”. Het probleem met nagenoeg al deze punten van kritiek is hun tweeslachtigheid. Enerzijds vormen ze, op grond van een aantal logische – maar niet empirisch verifieerbare – elementen, een afwijzing van een model dat in de richting van uniformiteit gaat. Anderzijds kan men verscheidene van de punten van kritiek ook niet interpreteren als een volledige afwijzing van harmonisatie; meestal is de idee impliciet of expliciet aanwezig dat een optimale harmonisatie zich “ergens in het midden” tussen totale harmonisatie (uniformiteit) en totale divergentie bevindt, en ofwel via het recht ofwel de markt kan bereikt worden. Deze tweeslachtigheid stelt de critici van de methode van totale harmonisatie voor een probleem. Tenzij bij een algehele afwijzing van harmoniserende rechtsregels, falen zij een alternatief kader te scheppen dat identificeert wat dan wel het precieze “optimale” niveau aan harmonisatie zou zijn. Zo stelt MOLONEY dat concurrentie inzake regulering in het domein van het effectenrecht in het algemeen niet leidt tot een “race to the bottom” of het hanteren van inadequate standaarden. De reden daartoe is dat markspelers geneigd zullen zijn een evenwichtig systeem van marktstabiliteit (dat voldoende aantrekkelijk is voor investeerders) te verkiezen¹¹⁸⁶. Daarentegen, zo wordt gesteld, is het niet duidelijk in welke mate

¹¹⁸⁰ A. CIACCHI, “Non-Legislative Harmonisation of Private Law under the European Constitution : Protection from Unfair Suretyships”, 13 *European Review of Private Law*, 2005, 285; A. CIACCHI, “Non-Legislative Harmonisation : Protection from Unfair Suretyships” in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 197-205, 197-8. M. BUSSANI en U. MATTEI, “The Common Core Approach to European Private Law”, 3 *Columbia Journal of European Law*, 1997, 339.

¹¹⁸¹ S. HARNAY en I. VIGOUROUX, “Judicial competition, legal innovation and European integration : an economic analysis”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELYN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 87, 91 e.v., en 98. Het model gaat uit van de veronderstelling dat : “[...] since national courts had no escape but to participate in the ‘Eurolaw’ game, they have been compelled to signal their ability to apply Community law at least as efficiently as their competitor” (de “competitor” is het Europees Hof van Justitie) (op 95).

¹¹⁸² J. HAGE, “Law, Economics and Uniform Contract Law : A Sceptical View”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 55-68, op 63.

¹¹⁸³ Cf. K. POPPER, *The Poverty of Historicism*, Londen, Routledge and Kegan Paul, 1957, 66.

¹¹⁸⁴ J. HAGE, “Law, Economics and Uniform Contract Law : A Sceptical View”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 55-68, 64.

¹¹⁸⁵ Idem, 64. Zie tevens H. WAGNER, “Economic Analysis of Cross-Border Legal Uncertainty”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 25-54, 44.

¹¹⁸⁶ N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.), 13.

concurrentie inzake regulering een werkbare optie is om de integratie van de financiële markten te verwezenlijken. Om effectief te zijn, moeten de marktspelers immers voldoende mobiel zijn en de mogelijkheid hebben om “het best mogelijke” juridisch regime te kiezen. Bovendien moeten de regelgevers de signalen van de marktspelers kunnen ontcijferen en mag er geen marktfalen zijn¹¹⁸⁷. Om deze reden stelt MOLONEY voor om de zin of onzin van harmonisatie sector per sector te analyseren¹¹⁸⁸. Iedereen kan het daarmee eens zijn, maar dat brengt het debat o.i. weinig verder : de vraag is immers hoe deze analyse dient te gebeuren. Op basis van het voorgaande menen we dat het debat *pro* of *contra* totale harmonisatie in aanzienlijke mate *hermetisch* is : de critici dragen goede argumenten aan die de noodzaak, de wenselijkheid en het nut van totale harmonisatie in vraag stellen. Zij falen echter in de meeste gevallen een kader te creëren of, preciezer nog, aan te geven wat dan het alternatief is. Het academisch debat wordt daarom in zekere zin gedreven door de zwaartekracht van de voorkeur voor uniformiteit of diversiteit, of zoals KEMPERINK EN STUYCK stellen : “[t]he scholarly discussion on harmonization of laws that may affect the functioning of the internal market gravitates between the merits of (more or less) uniform rules throughout the single market and the merits of competition between lawmakers (in the creation of a market for rules)”¹¹⁸⁹. In het licht van dergelijk debat van voorkeuren, hebben de voorstanders van totale harmonisatie de aangegeven punten van kritiek trachten te vertalen in correcties op de totale harmonisatie. De methode van totale harmonisatie wordt aldus “verzacht” of “gemitigeerd”. We geven hieronder twee voorbeelden.

(I) “Gerichte totale harmonisatie”

273. “GERICHTE TOTALE HARMONISATIE”. De methode van de “gerichte totale harmonisatie” (“targeted full harmonisation”) werd door de Europese regelgever onder meer gesuggereerd ten aanzien van het Voorstel van Nieuwe Richtlijn Consumentenkrediet¹¹⁹⁰. Het moet worden opgemerkt dat deze notie nogal dubbelzinnig is. Meerdere actoren hebben afwijkende interpretaties. We zetten hierna enkele van deze divergerende interpretaties op een rijtje. Voor de Europese Commissie lijkt deze methode neer te komen op een in de regel totale harmonisatie, die zich echter beperkt tot de kern domeinen¹¹⁹¹. Dat brengt een mitigatie mee op twee niveaus : ten eerste betekent dit dat in de gebieden die buiten het geharmoniseerd (kern)domein vallen, de lidstaten hun nationale regeling kunnen behouden¹¹⁹². Ten tweede worden binnen dat geharmoniseerd (kern)domein als uitzondering

¹¹⁸⁷ Idem, 13 en 71.

¹¹⁸⁸ Idem, 13.

¹¹⁸⁹ G. KEMPERINK en J. STUYCK, “The thirteenth company law directive and competing bids”, *Common Market Law Review*, 2008, 93-130, op 111.

¹¹⁹⁰ (Tweede) gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de harmonisatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten inzake consumentenkredietovereenkomsten en tot wijziging van Richtlijn 93/13/EEG van de Raad, COM(2005)483 definitief. J. STUYCK en T. VAN DYCK, “Consumer Credit Directive Briefing Note”, *IP/A/IMCO/OF/2005-159*, september 2006 (11 p.) (http://www.europarl.europa.eu/comparl/imco/studies/0609_consumercredit_final_en.pdf), 5. Zie tevens J. STUYCK en T. VAN DYCK, “Op naar een nieuw consumentenkredietrecht? Het (gewijzigd) voorstel van de richtlijn consumentenkrediet nader bekeken”, in : E. TERRY (ed.), *Handboek consumentenkrediet*, Brugge, Die Keure, 2007 (590 p.), 571. Vgl. tevens considerans nr. 9 van de Richtlijn 2008/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten en tot intrekking van Richtlijn 87/102/EEG van de Raad, *Pb. L.*, 22 mei 2008, afl. 133, 66 (zie tevens de volgende voetnoten).

¹¹⁹¹ Cf. “The Commission replied to comments as follows: on the issue of harmonisation, this meant targeted harmonisation rather than maximum harmonisation, meaning harmonisation in “core areas” only (as requested by the Council)”. Zie : European Consumer Consultative Group (ECCG), *Minutes Of The Meeting Of 7 December 2005 Brussels*, ECCG-2006-009, 22 december 2005 (8 p.), 5, (http://ec.europa.eu/consumers/cons_org/associations/commit/minutes/eccg_07_12_2005_en.pdf). Cf. tevens EUROPESE COMMISSIE, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende consumentenrechten, COM(2008) 614 definitief, 8 oktober 2008, op 5, waarbij “volledige

doelgerichte harmonisatie” wordt omschreven als “[harmonisatie] gericht op die problemen die voor het bedrijfsleven wezenlijke belemmeringen van de handel betekenen en/of consumenten ervan weerhouden grensoverschrijdende aankopen te doen”.

¹¹⁹² Idem : “In areas outside the scope of the Directive, Member States would be able to maintain their national rules and their level of

sommige concepten open en vaag genoeg gehouden, zodat de lidstaten een bepaalde vrijheid van invulling behouden¹¹⁹³. In deze interpretatie van “gerichte harmonisatie” hengelt de slinger over in de richting van “totale harmonisatie”. Maar vreemd genoeg zijn er ook andere interpretaties van ditzelfde concept. Voor anderen lijkt “gerichte harmonisatie” eerder overeen te komen met een totale harmonisatie van uitsluitend enkele kernbepalingen, gecombineerd met een juridisch kader dat in beginsel tot verdere convergentie leidt¹¹⁹⁴. Dat lijkt te betekenen dat, anders dan de interpretatie van de Europese Commissie, het totale harmonisatiekarakter eerder de uitzondering is dan de regel, maar dat op termijn convergentie wordt betracht. Nog een andere interpretatie ligt in dezelfde lijn, met de belangrijke nuance dat de klemtoon omgedraaid wordt : “gerichte totale harmonisatie” zou dan betekenen dat enkel de technische aspecten totaal geharmoniseerd worden, maar de principiële punten niet (totaal) geharmoniseerd zijn¹¹⁹⁵. Bij een vierde interpretatie lijkt de klemtoon dan weer helemaal op minimale harmonisatie te liggen, waarbij men zich de vraag kan stellen in welke mate “gerichte harmonisatie” zich nog onderscheidt van “minimale harmonisatie”¹¹⁹⁶.

protection. This was notably the case in the area of joint and several liability. On mutual recognition, this only applied to the scope of the proposal and to a limited number of cases exhaustively listed in the relevant provisions”. Vgl. considerans nr. 9 van de Consumentencrediet Richtlijn 2008/48/EG : “Volledige harmonisatie is nodig om te waarborgen dat alle consumenten in de Gemeenschap een hoog en gelijkwaardig niveau van bescherming van hun belangen genieten en om een echte interne markt te creëren. Het mag de lidstaten derhalve niet worden toegestaan andere nationale bepalingen te handhaven of in te voeren dan er in deze richtlijn zijn vastgelegd. Deze beperking moet echter alleen gelden voor door deze richtlijn geharmoniseerde bepalingen. Wanneer zulke geharmoniseerde bepalingen niet bestaan, moeten de lidstaten de vrijheid houden om nationale wetgeving te handhaven of in te voeren. Zo kunnen de lidstaten bijvoorbeeld nationale bepalingen handhaven of invoeren inzake de hoofdelijke aansprakelijkheid van de verkoper of de aanbieder van diensten en de kredietgever.”.

¹¹⁹³ Idem : “As regards early repayment, the Proposal will give consumers a right to repay the credit early and the bank to ‘fair and objective’ compensation; it would be for the Member States when implementing the Directive to define what is ‘fair and objective’”. Te noteren valt echter dat in art. 16.2 van de Consumentencrediet Richtlijn 2008/48/EG een gedetailleerde regeling is opgenomen omtrent het begrip “billijk en objectief”. Bovendien voorziet art. 16.4 van de richtlijn in een aantal opties voor de lidstaten (zo kunnen de lidstaten bijvoorbeeld bepalen dat de kredietgever een vergoeding alleen mag aanrekenen indien het bedrag van de vervroegde aflossing een in de nationale wetgeving vastgestelde drempel overschrijdt; deze drempel mag evenwel maximaal 10.000 EUR over een periode van twaalf maanden bedragen).

¹¹⁹⁴ EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ, “Advies van het over het Groenboek over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010)”, COM(2005)177 def, *Pb. C.*, 17 maart 2006, afl. 65, 134, nr. 3.3.7. : “Het EESC beschouwt volledige harmonisatie van belangrijke bankgegevens van particulieren (bijv. precontractuele informatie, het jaarlijks kostenpercentage, enz.), d.w.z. ‘gerichte volledige harmonisatie’, als het doeltreffendste middel om een daadwerkelijke Europese interne markt tot stand te brengen voor bankdiensten aan particulieren, terwijl tegelijkertijd een passend niveau van consumentenbescherming wordt gehandhaafd”. Zie tevens A. HOLZHAUSEN, “European financial market integration and banking consolidation”, *Economy & Markets*, 9/2005, 25-33, op 29; DEUTSCHE BANK RESEARCH (R. DIECKMANN), “EU retail banking Drivers for the emergence of cross-border business”, 7 april 2006 (12 p.), 6 : “[...] the principle of targeted harmonisation, i.e. a full harmonisation of key (not all!) regulatory aspects plus the rigorous application of the mutual recognition principle – to allow product diversity”; EBIC, “Open Letter with EBIC comments”, 26 april 2005 : “[...] as the representative organ of the whole of the European banking industry, EBIC’s view on harmonization is that of targeted harmonization, which amounts to full harmonization of key provisions which would facilitate further integration”. Zie tevens EBIC, “EBIC Response To The Green Paper On Financial Services Policy (2005-2010)”, 2005 (25 p.), nr. 67.

¹¹⁹⁵ Zie de tussenkomsten van HERGEN HAYE (DTI) en PETER HORNE (Duitse Ministerie van Justitie) op het ECRI/CEPS Seminar: “Summary – Integration of Retail Financial Markets in the EU: A Challenge for Europe?”, 28 februari 2003). Vgl. eveneens de definitie van de House of Lords : “targeted harmonisation (or targeted full harmonisation) [...] denotes a mixed approach by which some rules are uniform (for example computation of the annual percentage rate of charge) while the rest embody minimum standards” (House of Lords (European Union Committee), *Consumer Credit in the European Union : Harmonisation and Consumer Protection*, Vol. 1 – Report, HL Paper No. 210-I, 2005-2006 (77 p.), 9).

¹¹⁹⁶ Zie S. HUBER, zoals geciteerd in European Credit Research Institute (ECRI), *Consumer Credit Newsletter*, januari 2005, nr. 15 (10 p.), 8 : “Mr Huber reconfirmed the Parliament’s support for targeted harmonization. Full harmonisation deprives the member states of the ability to regulate their consumer credit markets. He said that there is no internal market for consumer credit owing to natural obstacles such as language and traditions, and that the Commission is unable to take into account the large differences between credit markets. Thus, it should not regulate a European consumer credit market that does not exist – it should be left to the member states”. Zie tevens www.ecri.be/media/events/roundtableCCD_2004/roundtablesummary.pdf.

274. POGING TOT FORMULERING VAN EEN DEFINITIE. Hoewel dergelijke “gerichte totale harmonisatie” een nog nieuw en evoluerend concept is, komt het vreemd over dat niemand dit concept echt scherp gesteld heeft of krijgt. Met een beetje slechte wil, lijkt het er bovendien sterk op dat elkeen dit nieuwe begrip op zijn eigen manier gebruikt (op deze wijze is het misschien makkelijker om tot compromissen te komen). Met nog meer slechte wil, zou men kunnen stellen dat “gerichte totale harmonisatie” vooral neerkomt op een “gerichte totale ambiguïteit”¹¹⁹⁷. Hoe het ook zij, indien men de verscheidene interpretaties naast mekaar legt, lijkt het ons mogelijk om tot de volgende begripsomschrijving te komen. Gerichte totale harmonisatie is een vorm van totale harmonisatie (wat betekent dat binnen het geharmoniseerd gebied lidstaten niet afwijkend mogen reguleren), met dien verstande dat het harmonisatie-instrument (uitdrukkelijk) aangeeft dat de totale harmonisatie beperkt is tot de in het harmonisatie-instrument (uitdrukkelijk) aangeduide bepalingen¹¹⁹⁸. De hierboven aangehaalde interpretaties zijn o.i. niet strijdig met deze – vrij generische – werkdefinitie. “Gerichte totale harmonisatie” is in die zin werkelijk een “gemitigeerde totale harmonisatie”, nl. de totale harmonisatie is beperkt tot een aantal specifiek aangeduide bepalingen binnen het geharmoniseerd gebied. Het is aan de (Europese) wetgever om de precieze strekking en omvang van de mitigatie duidelijk te maken.

(2) “Effectieve harmonisatie”

275. “EFFECTIEVE HARMONISATIE”. Een tweede (enigszins daarbij aansluitend) voorbeeld betreft de vaststelling van TISON dat de Europese Commissie ook een “adequate” of “effectieve” harmonisatiemethode lijkt te hanteren¹¹⁹⁹. Volgens deze methode – hoewel het opnieuw niet zeker is wat precies de inhoud ervan is – zou de keuze van de omzetting door de lidstaten beperkt zijn tot een omzetting op een zodanige wijze dat aan de Richtlijn *effectief effect* wordt gegeven. In dergelijk geval kunnen lidstaten wel nog bijkomende regels behouden (het is dus geen “totale harmonisatie”) maar mogen deze bijkomende regels niets aan het effect van de Richtlijn afdoen¹²⁰⁰. TISON merkt op dat dit weliswaar “pragmatisch” is, maar anderzijds weinig transparant : de lidstaten zullen geval per geval, en afhankelijk van de aard van het geharmoniseerd domein, wel of geen bijkomende maatregelen kunnen behouden¹²⁰¹.

276. DE MARKTMISBRUIKRICHTLIJN. De Marktmissbruikrichtlijn¹²⁰² zou kunnen worden beschouwd als een voorbeeld van dergelijke “effectieve totale harmonisatie”¹²⁰³. In considerans (11) wordt

¹¹⁹⁷ Zie J. STUYCK, M. TISON, T. VAN DYCK en V. COLAERT, “European Integration Through Legal Harmonization? A Case Study of the New EC Securities Regulation”, Workshop Harvard Law School, 5 maart 2007 (presentatie T. VAN DYCK, op 31), www.law.harvard.edu/students/orgs/hela/.

¹¹⁹⁸ Zie tevens tevens J. STUYCK en T. VAN DYCK, “Op naar een nieuw consumentenkredietrecht? Het (gewijzigd) voorstel van de richtlijn consumentenkrediet nader bekeken”, in : E. TERRY (ed.), *Handboek consumentenkrediet*, Brugge, Die Keure, 2007 (590 p.), 571, 580

¹¹⁹⁹ M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, mei 2006, 4 (www.law.rug.ac.be/fli/WP/ssrn901565.htm).

¹²⁰⁰ Idem.

¹²⁰¹ Idem.

¹²⁰² Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik), *Pb. L.*, 12 april 2003, afl. 96, 16; J.L. HANSEN, “The New Proposal For a European Union Directive on Market Abuse”, 23 *U. Pa. J. Int’l Econ. L.* 2002, 241-268; G. FERRARINI, “The European Market Abuse Directive”, *CMLR* 41, 2004, 711-741; E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.), 71-72 en 197-200.

¹²⁰³ De harmonisatiedoelstelling zelf is relatief begrijpelijk. In het Oorspronkelijke voorstel van de Richtlijn stelde de Europese Commissie dat het doel erin bestond de integriteit van de Europese financiële markten te waarborgen, gemeenschappelijke regels tegen marktmissbruik voor geheel Europa vast te stellen en ten uitvoer te leggen, en het vertrouwen van beleggers in deze markten te vergroten (Europese Commissie, Ontwerp Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmissbruik), 30 mei 2001, COM(2001) 281 definitief, 2). Considerans nr. 41 bepaalt dat “de doelstellingen van het overwogen optreden, namelijk marktmissbruik in de vorm van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie te voorkomen, niet voldoende door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt en derhalve, vanwege de omvang en de gevolgen van de maatregelen, beter door de Gemeenschap kunnen worden verwezenlijkt” (Considerans

genoteerd dat “[h]et bestaande rechtskader van de Gemeenschap om de marktintegriteit te beschermen [...] onvolledig [is]. De voorschriften lopen per lidstaat uiteen, waardoor er bij de marktdeelnemers dikwijls onzekerheid heerst over begrippen, definities en wetshandhaving”¹²⁰⁴. De Marktmissbruikrichtlijn vervolgt dat één enkele richtlijn “de gehele Gemeenschap van één rechtskader voor de verdeling van taken, wetshandhaving en samenwerking” dient te voorzien, zowel inzake de regels tegen handel met voorwetenschap als inzake de regels tegen marktmanipulatie¹²⁰⁵. De Marktmissbruikrichtlijn geeft echter niet aan dat het totale harmonisatie betreft. Considerans nr. 28 voegt nog wat ambigüiteit toe : “[d]eze richtlijn dient door de lidstaten te worden geïnterpreteerd en uitgevoerd op een wijze die aansluit bij de eisen van doeltreffende regelgeving, teneinde de belangen van aandeelhouders die stemrecht in een onderneming bezitten [...] te beschermen als de onderneming voorwerp is van een openbaar overnamebod of een andere voorgestelde zeggenschapswijziging. Met name belet deze richtlijn een lidstaat niet de maatregelen in te voeren of te handhaven die hij voor dit doel nodig acht” (eigen cursivering)¹²⁰⁶. Ten slotte stelt considerans nr. 37 dat “[e]n gemeenschappelijke minimumuitrusting van krachtige instrumenten en bevoegdheden voor de bevoegde autoriteit van elke lidstaat [...] de doeltreffendheid van het toezicht [zal] waarborgen”¹²⁰⁷. Uit een samenlezing van deze passages blijkt een zekere “effectiviteit” die – weliswaar op fauvistische wijze – de grenzen van de harmonisatiemethode lijkt aan te geven. Maar zelfs in dat geval is het niet duidelijk wat zelf de grenzen zijn van deze “effectiviteit”. Immers, beoogt de richtlijn een harmonisatie met plaats voor diversiteit – voor zover dergelijke diversiteit de harmonisatie niet in gedrang brengt – of is deze beperkt tot het harmoniseren van kernbepalingen en het creëren van een kader tot convergentie, waarbij de verdere invulling van de lacunes aan de lidstaten is overgelaten, met het criterium van de *effectiviteit* als toetsing voor de legitimiteit van de nationale regelgeving. Deze laatste lezing als het scheppen van een “kader tot convergentie” lijkt bovendien overeen te stemmen met considerans nr. 39 waarin wordt bepaald dat : “[w]anneer de lidstaten administratieve maatregelen en sancties [...] vaststellen, [zij] niet uit het oog [mogen] verliezen dat een hoge mate van overeenstemming van de voorschriften tussen de landen onderling noodzakelijk is”¹²⁰⁸. Deze considerans gaat ver in het “opleggen” van convergentie. Lidstaten blijken met name verplicht te worden om onderlinge overeenstemming inzake voorschriften aangaande administratieve maatregelen en sancties te trachten. Het is niet duidelijk welke betekenis daaraan moet gegeven worden. Maar deze laatste considerans kan o.i. moeilijk geïnterpreteerd worden als “gerichte harmonisatie”, noch als “minimale harmonisatie” of als “totale harmonisatie”¹²⁰⁹.

nr. 41 Marktmissbruikrichtlijn). GUIDO FERRARINI bekritiseert deze considerans terecht als weinig zeggend, maar komt tot de conclusie dat het beoogde harmonisatiedoel gewettigd lijkt. Zie G. FERRARINI, “The European Market Abuse Directive”, *CMLR* 41, 2004, 711-741, 717-718 : “In conclusion, legal harmonization is justified by the need for market participants to assess the risk of market abuse on a cross-border level, whenever the relevant securities are traded in pan-European markets” (op 718).

¹²⁰⁴ Considerans nr. 11 Marktmissbruikrichtlijn; EUROPESE COMMISSIE, Ontwerp Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmissbruik), 30 mei 2001, COM(2001)281 definitief, 3-4. Zie tevens G. FERRARINI, “The European Market Abuse Directive”, *CMLR* 41, 2004, 711-741, 717.

¹²⁰⁵ Considerans nr. 12 Marktmissbruikrichtlijn.

¹²⁰⁶ Considerans nr. 28 Marktmissbruikrichtlijn.

¹²⁰⁷ Considerans nr. 37 Marktmissbruikrichtlijn.

¹²⁰⁸ Considerans nr. 39 Marktmissbruikrichtlijn.

¹²⁰⁹ Diverse commentatoren hebben evenwel gesteld dat de Marktmissbruikrichtlijn wel degelijk totale harmonisatie betreft. Zie vb. X. DIEUX, en D. WILLERMAIN, “La transposition en droit belge de la directive “abus de marché” et de ses mesures d’exécution”, *Bank Fin. R.*, 2007, afl. 1, 3-36, op 5 : “[...] la directive ‘Abus de Marché’ ne tend pas à une harmonisation minimale ou “plancher”, laissant aux Etats membres la faculté d’adopter des mesures, le cas échéant, plus contraignantes. Il s’agit, au contraire, d’une directive d’harmonisation complète qui laisse très peu de marge de manoeuvres aux Etats membres. La directive ne contient d’ailleurs que quelques dispositions autorisant explicitement les Etats membres à adopter des dispositions plus sévères. Il s’ensuit qu’en dehors de ces cas, cela leur est interdit et que le droit belge contient d’ores et déjà des dispositions contraires au droit européen”. Zie tevens K. GEENS en M. WAUTERS, “Insider trading en andere vormen van marktmissbruik”, in X : *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, op 423; L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.), op 17 (“considering the arguably “invasive” nature of the level-2 rules promulgated by the EC legislature, it is fair to characterize the Market Abuse Directive as a de-facto

277. AANBEVELING 77/534/EEG. De pragmatiek van de Marktmissbruikrichtlijn roept enigszins herinneringen op aan de aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties¹²¹⁰. Deze aanbeveling werd als een soort bijkomende – “zachte” – harmonisatiemethode gezien, waarbij op voorhand werd aangegeven “in welke geest de Commissie [de lopende harmonisatiewerkzaamheden bij wege van richtlijnen] tot een goed einde wil brengen”¹²¹¹. Deze vorm van harmonisatie was opgevat als een *proces* waarbij de Commissie de lidstaten op pragmatische wijze voortduwde in de richting van meer harmonisatie. Het is van belang te beklemtonen dat in de jaren zeventig deze “zachte harmonisatie” weinig effectief was, en zoals hierboven gezegd, midden jaren tachtig noodgedwongen is vervangen door het “reguleringsparadigma” van minimale harmonisatiemethode gekoppeld aan wederzijdse erkenning¹²¹².

1.2.4. Harmonisatiemethodes als ijkpunten in een continuüm?

278. HARMONISATIEMETHODES ALS IJKPUNTEN IN EEN CONTINUÛM. Uit bovenstaande analyse blijkt dat de juridische realiteit van de gekozen harmonisatiemethodes complex is. De traditionele classificatie lijkt voorbijgestreefd : wegens het hermetisch karakter van de kritiek op de totale harmonisatie is een “gemitigeerde totale harmonisatie” ontstaan die zelf meer politiek-strategisch dan juridisch geïnspireerd lijkt te zijn. De gebruikte harmonisatiemethoden blijken zo – eerder dan consequent gebruikte juridische concepten – “ijkpunten” in een continuüm van harmonisatie : hoewel het duidelijk is dat de kaderrichtlijnen van het FSAP, vergeleken met de richtlijnen van de jaren negentig, een stap verder opschuiven in de richting van méér harmonisatie, is het niet duidelijk hoever precies.

1.3. DE HARMONISATIEMETHODE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

279. OPZET. Hieronder wordt nagegaan waar precies in dit continuüm de Prospectusrichtlijn zich situeert. In eerste instantie wordt de Prospectusrichtlijn textueel geanalyseerd; de uitkomst van deze analyse wordt in tweede instantie getoetst aan een sub-textuele analyse.

1.3.1. Tekstuele analyse

280. TEKSTUELE ANALYSE. Onbetwistbaar wordt er in de Prospectusrichtlijn meer harmonisatie nagestreefd dan daarvoor het geval was¹²¹³. Niettemin volstaat de loutere omstandigheid dat een richtlijn een afdoende niveau van beleggersbescherming wil realiseren, op zich niet om het maximale karakter van de harmonisatie te onderbouwen¹²¹⁴. De gebruikte harmonisatiemethode is echter niet duidelijk vermeld in de Prospectusrichtlijn. Slechts viermaal wordt uitdrukkelijk verwezen naar “harmonisatie” : eenmaal in artikel 1 van de Prospectusrichtlijn en driemaal in de consideransen.

maximum harmonization regime”).

¹²¹⁰ Consideransen nrs. 4 en 5 Aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties, *Pb. L.*, 20 augustus 1977, afl. 212, 37-43. Uit de toelichting blijkt voorts dat de aanbeveling in wezen werd gezien als een stimulator voor de marktpartijen en lidstaten om zelf meer convergentie te bewerkstelligen. De harmonisatie via richtlijnen zou dan enkel plaatsvinden “van zodra de noodzaak van een strict juridisch kader noodzakelijk blijkt”. Zie tevens K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.), 1399 e.v.

¹²¹¹ Idem.

¹²¹² Zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling 1*.

¹²¹³ J. TINER, “Regulation and Consolidation in the Financial Industry”, toespraak bij de IIF Spring Conference te Madrid, 1 april 2005.

¹²¹⁴ Cf. M. TISON, “De bescherming van de belegger in het kapitaalmarktrecht : De hobbelige weg naar een Europees *ius commune*” in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 11, 16 (in de context van MiFID).

281. ART. 1.1 PROSPECTUSRICHTLIJN. Het sleutelartikel – artikel 1.1 Prospectusrichtlijn – bepaalt dat het doel van de richtlijn “de harmonisatie [is] van de eisen inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus dat wordt gepubliceerd wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt”¹²¹⁵. Artikel 1.1 beschrijft met andere woorden het geharmoniseerde domein, maar preciseert niet de harmonisatiemethode. *A fortiori* impliceert artikel 1.1 niet dat de Prospectusrichtlijn een “totale” harmonisatiemethode zou hanteren : er is immers niet bepaald dat het de lidstaten zou verboden zijn om strengere of minder strengere regels uit te vaardigen.

282. CONSIDERANSEN NRS. 20 EN NR. 33 PROSPECTUSRICHTLIJN. Considerans nr. 20 vermeldt dat de harmonisatie van de in het prospectus te vermelden informatie moet resulteren in een bescherming van beleggers die overal in de Gemeenschap gelijkwaardig is¹²¹⁶. Hier wordt met andere woorden verwezen naar één van de twee doelstellingen van de Prospectusrichtlijn¹²¹⁷ – namelijk een geharmoniseerde beleggersbescherming – zonder dat wordt gepreciseerd dat dit zal gebeuren via de harmonisatiemethode die neerkomt op totale harmonisatie. Hetzelfde geldt voor considerans nr. 33 waarin gesteld wordt dat ook reclame wordt geharmoniseerd, en dit om te voorkomen dat lacunes in de Gemeenschapswetgeving het vertrouwen van het publiek zouden ondermijnen en afbreuk zouden doen aan de goede werking van de financiële markten¹²¹⁸.

283. CONSIDERANS NR. 30 PROSPECTUSRICHTLIJN. Considerans nr. 30 geeft wel meer precisering. Zo wordt gesteld dat “verschillen in doelmatigheid, de methoden en het tijdstip van de verificatie van de informatie in een prospectus” niet alleen het aantrekken van kapitaal of de toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt bemoeilijken, maar ook beleggers hinderen om te beleggen in effecten die door een in een andere lidstaat gevestigde uitgevende instelling worden aangeboden¹²¹⁹. Om deze reden worden door de Prospectusrichtlijn dergelijke verschillen opgeheven “door de desbetreffende voorschriften zodanig te harmoniseren dat voldoende gelijkwaardigheid wordt bereikt van de waarborgen die in de lidstaten worden geëist met het oog op een passende en zo objectief mogelijke voorlichting van de huidige en potentiële bezitters van effecten”¹²²⁰. Deze laatste passage haalt een harmonisatiemethode aan, namelijk de creatie van “voldoende gelijkwaardigheid” in de lidstaten. Echter, hieruit blijkt andermaal niet dat deze harmonisatiemethode zonder meer gelijk te stellen is aan totale harmonisatie¹²²¹. De toelichting van de Commissie bij het Gewijzigd voorstel van 9 augustus 2002 lijkt in één paragraaf wel een totale harmonisatie te impliceren wanneer wordt gesteld dat in alle lidstaten bij een openbare aanbieding van effecten of bij de toelating van effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt “adequate en gelijkwaardige standaarden voor de informatievoorziening” moeten worden gehanteerd¹²²². De Commissie stelt in deze passage dat dit inhoudt : “dat de bestaande standaarden moeten worden gelijkgetrokken, zodat in overeenstemming met het beginsel van *maximale harmonisatie* overal in de Europese Unie dezelfde standaarden voor de informatievoorziening worden toegepast wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten. Er moeten derhalve duidelijke gemeenschappelijke definities worden afgesproken teneinde klaarheid te scheppen over de werkingssfeer van de richtlijn en de noodzakelijke

¹²¹⁵ Artikel 1.1 Prospectusrichtlijn.

¹²¹⁶ Considerans nr. 20 Prospectusrichtlijn.

¹²¹⁷ In *Deel 1, Hoofdstuk 1* werd evenwel geargumenteed dat (rechtstreekse) beleggersbescherming een oneigenlijke doelstelling van de prospectusplicht is.

¹²¹⁸ Considerans nr. 33 Prospectusrichtlijn.

¹²¹⁹ Considerans nr. 30 Prospectusrichtlijn.

¹²²⁰ Idem.

¹²²¹ Zo zou men kunnen argumenteren dat deze “voldoende gelijkwaardigheid” bereikt kan worden, terwijl de lidstaten toch nog over de mogelijkheid beperkt strenger te zijn dan de Prospectusrichtlijn voorschrijft.

¹²²² EUROPESE COMMISSIE, Toelichting bij Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, 9 augustus 2002, COM(2002)460 definitief, 4.

harmonisatie op Europees niveau te bewerkstelligen”¹²²³. Dit lijkt ons de enige passage te zijn waarin de Europese regelgever een duidelijke tekstuele indicatie heeft gegeven dat de *informatievoorzieningsstandaarden* van de prospectusreglementering een totale harmonisatiemethode zouden hebben. Opvallend is dat de reikwijdte daarvan niet geëxpliciteerd wordt, namelijk dat de lidstaten noch strenger, noch minder streng kunnen zijn dan de Prospectusrichtlijn, tenzij deze dat uitdrukkelijk toelaat. Bovendien kan deze passage geïnterpreteerd worden als enkel betrekking hebbend op de standaarden voor de *informatievoorziening* – en dus hoofdzakelijk de Prospectusverordening, en niet de Prospectusrichtlijn. Deze passage zou in dat opzicht eerder een verantwoording zijn van een totale harmonisatiemethode op Lamfalussy niveau 2 (die bereikt wordt via de Prospectusverordening) dan een totale harmonisatiemethode op Lamfalussy niveau 1¹²²⁴.

1.3.2. Sub-tekstuele analyse

284. SUB-TEKSTUELE ANALYSE. Hoe het ook zij, het staat vast dat bovenstaande vaststellingen bijna diametraal tegenover de standpunten staan die vanuit diverse invalshoeken zijn verdedigd. Meer nog, indien men de commentaren erop naslaat, lijkt de vraag naar de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn haast overbodig.

285. ACADEMICI. Ten eerste stellen verscheidene academici dat de gebruikte harmonisatiemethode in de Prospectusrichtlijn de totale harmonisatie is. Deze stelling wordt bevestigd door een aantal academici zoals KARMEL¹²²⁵, GILBERT WARREN III¹²²⁶, VAN DIJK, DUMOULIN EN DEN TONKELAAR¹²²⁷, ENRIQUES EN GATTI¹²²⁸, HOLSHUIJSEN¹²²⁹ en FERRAN¹²³⁰. Andere recente commentaren gaan eerder in

¹²²³ Idem (eigen cursivering).

¹²²⁴ Omtrent de Lamfalussy niveaus zie *Deel 1, Hoofdstuk 2, afdeling.3*.

¹²²⁵ R. KARMEL, “Symposium: Regulating European Markets: Transnational Perspectives on Current Market Abuse Initiatives: Symposium Article: Reform of Public Company Disclosure In Europe”, 26 *U. Pa. J. Int’l Econ. L.*, 2005, 379, 390 en 392.

¹²²⁶ MANNING GILBERT WARREN III, *European Securities Regulation*, Den Haag/Londen/New York, Kluwer International, 2003 (175 p.), 7, voetnoot 38 (hoewel uit deze passage blijkt dat deze auteur het vooral heeft over een totale harmonisatie inzake de *disclosure* vereisten in de Prospectusrichtlijn; bovendien schreef de auteur over het voorstel van 2001).

¹²²⁷ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1615 : “De Prospectusrichtlijn strekt tot zogeheten maximumharmonisatie [...]. Dat betekent dat de richtlijn zonder nationale afwijkingen in het nationale recht van de lidstaten van de EU moet worden verwerkt (behalve waar de richtlijn afwijking toelaat). Regels die strenger of juist minder streng zijn dan de richtlijn voorschrijft, zijn niet toegestaan”.

¹²²⁸ L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.), op 12 : “The harmonization in the Prospectus Directive is partial and, with important exceptions and qualifications, mandatory and maximum” en op 14 : “The Prospectus Directive is a maximum harmonization measure, in that, with due exceptions, in the matters it covers it leaves very little room for any further regulatory input from the Member States. The disclosure regime is a one-size-fits all one that national legislatures cannot fine-tune and the contents of the prospectus are defined in very deep detail”. De “due exceptions” waarnaar wordt verwezen zijn volgens deze auteurs : “Article 21, par. 3(a), Prospectus Directive (allowing national authorities to require for supplementary information, if deemed necessary for investor protection) and Article 23, Paragraph 1 and 3, Regulation 809/2004 (giving national authorities the possibility, respectively, to require, for certain kinds of issuers, specific information connected to their activity and to decide which information must be disclosed in connection to new types of securities)” (voetnoot 45).

¹²²⁹ S. HOLSHUIJSEN, “Prospectusplicht : effectieve bescherming van beleggers?”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 8/9, 253, op 253.

¹²³⁰ E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.), 141 : “[...] the disclosure requirements are comprehensively prescribed and cannot be added to by any Member State. In ‘Eurospeak’ the Prospectus Directive has for this reason become known as a ‘maximum harmonization’ Directive. The exhaustive approach is in sharp contrast to the previous EU prospectus disclosure regime [...]” en zie ook 142-145. Zie tevens, enigszins meer genuanceerd, E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 465-466 : “The disclosure regime set by the Prospectus Directive and the Prospectus Directive Regulation is one of maximum harmonization. This means that national regulatory authorities cannot adopt general rules requiring a prospectus to contain items of information which are not included in relevant schedules and building blocks of the Prospectus Directive Regulation”. Zie tevens M. GROENEVELD, “Wijzigingen in de wet- en

de richting van een “zeer” hoog niveau van harmonisatie. Zo stelt PIETRANCOSTA dat “[f]undamentally, the goal of integrating European capital markers modifies the original spirit of ‘minimum harmonization-mutual recognition’, which is now a more ambitious ‘maximum harmonization’-single European passport”¹²³¹. De auteur voegt daar echter in voetnoot aan toe dat “This principle is not without its nuance”¹²³². MOLONEY stelt in dezelfde context recent dat : “FSAP measures harmonise at a very high level of detail and in some cases adopt express maximum harmonization mechanisms. The Level 2 process leaves very little room for Member States discretion and frequently produces rules which amount to de facto maximum harmonisation”¹²³³. Nog een andere commentator verwijst naar de Prospectusrichtlijn als een “maximum harmonization directive in relation to the form and content of prospectuses”¹²³⁴. TISON stelt evenwel, meer genuanceerd, dat : “[...] the mere submission by commentators that the present generation of financial integration directives adopts the paradigm of ‘maximum’ harmonisation, is not supported by the provisions of the directives, the characteristics of the Lamfalussy regulatory structure or the general system of division of powers between the EU and the Member States”¹²³⁵.

286. MARKTACTOREN. Anders dan bij de MiFID, zijn de precieze standpunten van de uitgevende instellingen en financiële instellingen met betrekking tot de Prospectusrichtlijn niet publiek bekend. De reden daarvoor is historisch. De Prospectusrichtlijn was de eerste Lamfalussy kaderrichtlijn, en is, anders dan latere kaderrichtlijnen, niet voorafgegaan door een publieke consultatieronde¹²³⁶. Dit gebrek aan consultatie is in 2002 ernstig bekritiseerd door het Europees Economisch en Sociaal Comité¹²³⁷. De Europese Commissie wees er toen op dat geen publieke consultatieronde was georganiseerd onder meer omdat een ruime consultatie was gebeurd van FESCO (nu CESR) en wegens twee politieke parameters (de Europese Raad van Stockholm en de nood om aan het Europees Parlement te tonen hoe het

regelgeving voor de financiële sector”, *Vennootschap & Onderneming*, 2004, nr. 9,155, 157.

¹²³¹ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 343.

¹²³² Idem, 343 (zie voetnoot 20), met verwijzing naar considerans nr. 15 : “De in deze richtlijn vervatte voorschriften inzake informatievoorziening beletten een lidstaat, een bevoegde autoriteit of een beurs niet via de interne regelgeving andere bijzondere eisen te stellen in de context van de toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt (met name inzake goed ondernemingsbestuur)”. Deze considerans werd toegevoegd op vraag van het Committee on Economic and Monetary Affairs van het Europees Parlement, met als verantwoording dat “It should be perfectly admissible that specific market regulations may impose higher standards if it is deemed useful for the protection of the public and hence potentially a competitive advantage to be gained over other markets” (zie COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Recommendation for a Second Reading on the Council Common Position for Adopting a European Parliament and Council Directive on the Prospectus to be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading*, 13 juni 2003, (5390/4/2003, 2001/0117(COD))).

¹²³³ N. MOLONEY, “Innovation and Risk in EC Financial Market Regulation: New Instruments of Financial Market Intervention and the Committee of European Securities Regulators”, *European Law Review*, 2007, 627, 631-632.

¹²³⁴ M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 718, nr. 16.20. Zie tevens N.R. VAN DE VIJVER, “Aanbieding van effecten : Primaire markt”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 285, op 286 : “[...] vergaande harmonisatie – en in geval van de inhoudelijke prospectusvereisten zelfs uniformisering [...]” en op 298 : “[d]e Prospectusrichtlijn is gebaseerd op het beginsel van ‘maximum harmonisatie’” (eigen cursivering).

¹²³⁵ M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, mei 2006, op 5. Tevens gepubliceerd in M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era. In Search of Overall Conceptual Consistency in the Regulatory Framework”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 443, op 451.

¹²³⁶ EUROPESE COMMISSIE, “The Proposed Prospectus Directive – Frequently Asked Questions”, MARKT F2/HGD/NDB D(2001), 28 september 2001, op 1 en 2.

¹²³⁷ EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ, *Advies over het Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten*, Pb. C., 3 april 2002, afl. 80, 52-60, nr. 2.1.: “Het is zeer teleurstellend dat de Commissie heeft nagelaten de marktactoren uitgebreid te raadplegen alvorens onderhavig voorstel goed te keuren. In het voorstel wordt”.

Lamfalussy proces in de praktijk werkte)¹²³⁸. Gezien om deze reden de publiek beschikbare standpunten van de markspelers zelf eerder de technische modaliteiten (en vooral de Prospectusverordening) betreffen, kan moeilijk hun standpunt omtrent de totale harmonisatiemethode geïdentificeerd worden. Bovendien waren consumentenorganisaties in de discussies rond het harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn bij ons weten volledig afwezig¹²³⁹. Wel zijn standpunten van – voornamelijk Angelsaksische – advocatenkantoren¹²⁴⁰ bekend, waarin geponeerd werd dat de Prospectusrichtlijn maximale harmonisatie is, zoals door CLEARY GOTTLIEB¹²⁴¹, ALLEN & OVERY¹²⁴² en, ietwat genuanceerder, FRESHFIELDS¹²⁴³. Het karakter van totale harmonisatie werd ook beklemtoond in het evaluatierapport van september 2007 door de EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME): “[...] it is also important to ensure the harmonization of practices of the national competent authorities by strongly reaffirming the fact that the Prospectus Directive and Regulation are “maximum harmonization” measures to an extent that excludes additional or varying national requirements [...]. A step in this direction has recently been achieved by CESR, since it is expressly stated in CESR’s Report that the Prospectus Directive is a maximum harmonization directive [...]”¹²⁴⁴ (omtrent dit CESR rapport, zie volgend randnummer). In dit rapport van de ESME wordt overigens niet minder dan vijfmaal het maximale harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn benadrukt¹²⁴⁵. Er kan in dit

¹²³⁸ EUROPESE COMMISSIE, “The Proposed Prospectus Directive – Frequently Asked Questions”, MARKT F2/HGD/NDB D(2001), 28 september 2001, op 2: De Europese Commissie concludeerde toen dat: “This debate is now passé and fruitless. The proposal has already been adopted by the Commission. What is important now is to concentrate on the material aspects of the proposal that might cause problems to interested parties and try to find balanced solutions”. Zie echter EUROPESE COMMISSIE, “FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation”, 7 november 2005, 14: Vier jaar later, bij de evaluatie van het FSAP heeft de EUROPESE COMMISSIE toegegeven dat dit een vergissing is geweest: “The first proposed text, which was adopted by the Commission on 30 May 2001, was drawn up in close co-operation with FESCO. However, industry participants and the public at large were not formally consulted on the proposal and the Commission made a serious error in not doing so particularly because it was the first “new” Lamfalussy Directive. The argument made at that time that it was better to “demonstrate” as soon as possible a new Lamfalussy Directive to dynamize the process was, in retrospect, not the best approach. As a result, the European Parliament, Council and markets had serious objections to the contents of this text [...]. This fracas reflected badly on the new legislative process. These difficulties in reaching agreement on the Prospectus Directive meant that the Commission was keen to avoid this situation in preparing subsequent legislative proposals, and the practice of consultation was applied much more widely thereafter”.

¹²³⁹ Zie hierna.

¹²⁴⁰ LINKLATERS hield zich in hun documentatie evenwel bewust op de vlakte. Zie Cf. LINKLATERS, “Issuer alert. EU regime change”, maart 2005, 2: “While the new regime is more prescriptive, and imposes a greater degree of harmonisation than the current regime, there is still scope for the creation of barriers to a truly pan-European market, through the adoption by member states of national laws in certain areas, where this is permitted by the Directives”.

¹²⁴¹ P. M. BOURY en R. PANASAR, “The Prospectus Directive – Creating a Single European passport”, *PLC Global Counsel*, 2004, 28. Beiden zijn als advocaat werkzaam in CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON (LONDEN).

¹²⁴² H. WAGNER (ALLEN & OVERY L.L.P. Luxembourg), “Prospectus Act 2005 Regulatory and practical aspects ICMA – Commission de surveillance du secteur financier”, presentatie gegeven op 14 maart 2006 Pinner’s Hall London”, 3.

¹²⁴³ Vgl. M. EVANS, “The Prospectus Directive”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, City & Financial Publishing, Surrey, 2006, 2e ed. (436 p.), 193, 202: “The Directive is commonly referred to as one requiring maximum rather than minimum harmonisation, meaning that it sets common standards to be implemented rather than mandating minimum standards but leaving Member States free to impose “super-equivalent” requirements”. Deze auteur is evenwel genuanceerd: “There may nevertheless be scope for a degree of freedom to be exercised by national competent authorities. For example, competent authorities are given the right to require issuers to include in the prospectus ‘supplementary information if necessary for investor protection’, although this is presumably intended to apply on an ad hoc basis rather than allowing competent authorities to make rules going beyond the requirements of the Directive” (op 203). In de consultatie in het kader van de totstandkoming van de Engelse omzettingwet werd door FRESHFIELDS wel verwezen naar het totale harmonisatiekarakter van de Richtlijn: “[...] We do not believe that the FSA has the power under a maximum directive to create such a super-equivalent requirement” (zie FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “Response to the Consultation on UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC”, ongedateerd (www.hm-treasury.gov.uk/media/3C9/31/Freshfields_PD_consultation_reponse.pdf) (6 p., 2).

¹²⁴⁴ EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.).

¹²⁴⁵ Buiten het citaat hierboven, op 5: “In practice, the intended maximum harmonization has not been achieved”; op 5: “Level 3 action by

opzicht worden opgemerkt dat deze ESME, opgericht door de Europese Commissie in 2006, behoort een Europese deskundigengroep te zijn die juridisch en economisch advies geeft omtrent de diverse FSAP instrumenten¹²⁴⁶. De ESME is echter geenszins representatief: er is een gebrek aan academici en de “experten” zijn enkel deze van grootbanken en van enkele grote advocatenkantoren¹²⁴⁷.

287. TOEZICHTHOUDERS. Interessanter nog zijn ten derde de standpunten van de toezichthoudende overheden. Zo stelt CESR in een persbericht van 18 juli 2006 dat: “[t]he need for a ‘common approach’ is compounded by the fact that the Prospectus Directive is a maximum harmonisation Directive and that the scope for interaction between competent authorities has increased because of the passport that it provides for issuers”¹²⁴⁸. Nog veel resoluter formuleert CESR in juni 2007 bij de aanhef van haar rapport omtrent de *Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation* dat: “The [Prospectus Directive] is a maximum harmonisation directive and its objectives are to ensure investor protection and market efficiency”¹²⁴⁹. Ook de AMF stelt overigens uitdrukkelijk dat de Prospectusrichtlijn een totale harmonisatierichtlijn is¹²⁵⁰, net als de FSA (in haar *glossary*¹²⁵¹ en andere documenten)¹²⁵² of andere toezichthouders, zoals de ÖSTERREICHISCHE FINANZMARKTAUFSICHT (FMA)¹²⁵³.

288. WETGEVERS. Ten vierde hebben ook een aantal wetgevers uitdrukkelijk aangegeven de Prospectusrichtlijn als een totale harmonisatierichtlijn te beschouwen¹²⁵⁴. Zo bestempelde de Franse

CESR can assist, but in some instances an effective maximum harmonization can only be achieved by amending the Prospectus Directive”; op 6: “It cannot be expected that level 3 action, even if coordinated by CESR, could address all the instances of divergent interpretation or application mentioned in this report: the intended level of maximum harmonization could only be achieved by an amendment of the Prospectus Directive. It is the view of ESME that full harmonization is needed to best achieve the Directive’s objectives of investor protection and market efficiency”; en op 19: “The general principle of ‘maximum harmonization’ should extend to the harmonization of the liability standards applicable to a prospectus”.

¹²⁴⁶ Zie Besluit 2006/288/EG van de Commissie van 30 maart 2006 tot oprichting van een Europese deskundigengroep voor effectenmarkten die tot taak heeft juridisch en economisch advies te verstrekken over de toepassing van de EU-effectenrichtlijnen, *Pb. L.*, 19 april 2006, afl. 106, 14-17.

¹²⁴⁷ Zo bestaat de ESME op dit ogenblik uit 20 marktexperts van uitsluitend Anglosaksische kantoren (zoals CLIFFORD CHANCE, EVERSHEDES of BAKER & MCKENZIE), een aantal gereglementeerde marktten (zoals DEUTSCHE BÖRSE) en pan-Europese financiële instellingen (zoals UBS INVESTMENT BANK, ABP PENSION FUND, DRESDER KLEINWORT, FORTIS BANK of BNP PARIBAS). Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/list_experts_en.pdf.

¹²⁴⁸ CESR, “Press Release – CESR publishes joint responses to commonly asked questions on prospectuses”, Ref. CESR/06-332, 18 juli 2006.

¹²⁴⁹ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 5, nr. 1. Zie tevens nr. 6: “CESR considers its ongoing role in the area of prospectuses to be that of ensuring convergence on the basis that uniformity is crucial for the effective functioning of the [Prospectus Directive], a *maximum harmonisation directive*” (eigen cursivering) en nr. 25: “As the [Prospectus Directive] is a *maximum harmonisation Directive* and the level of interaction between competent authorities has increased because of the passport mechanism, it soon became clear that it was essential for CESR members to achieve convergence in their approaches” (eigen cursivering).

¹²⁵⁰ AMF, “Transposition de la directive ‘prospectus’ dans le règlement général de l’AMF: consultation publique jusqu’au 10 juin 2005”, juni 2005 (97 p.), op 5: “Il convient de préciser que les cas de dispense prévus par la directive sont parfois plus restrictifs que ceux actuellement prévus par le règlement général de l’AMF. [...] La directive étant d’*harmonisation maximale*, il n’est pas possible de conserver, sur ces points précis, le champ actuel des cas de dispense” (eigen cursivering) (zie tevens AMF, “French regulation in Europe’s future financial landscape”, maart 2006, 16; AMF (Ph. DANJOU), “Les normes IFRS: Point de vue de l’AMF au titre de l’épargne publique et du contrôle des marchés”, 24 november 2005 (28 p.), 11: “La directive étant d’application maximale, les cas de dispenses de prospectus qu’elle prévoit deviennent obligatoires pour les Etats membres dès lors que certaines conditions sont remplies”.

¹²⁵¹ FSA, “Glossary”, 22 maart 2005: “Under the PD, the host country cannot impose additional standards because the PD is a maximum harmonisation directive to allow the passport to work without restrictions”.

¹²⁵² FSA, Prospectus Directive, 4 november 2005: “It is a maximum harmonization directive in relation to the contents and format of prospectuses and as such, member states may not require disclosure provisions in addition to those required by the PD”.

¹²⁵³ Zie www.fma.gv.at/BIInteraktiv/2004/EN/text_ope_auf16.htm.

¹²⁵⁴ Zie vb. conclusie van Advocaat Generaal SHARPSTON in HvJ, Zaak C-430/05, *Ntíonik Anonymi Etaireia Emporias I/Y, Logismikou kai*

wetgever de Prospectusrichtlijn uitdrukkelijk als richtlijn met een een maximale harmonisatie doelstelling¹²⁵⁵. In Duitsland werd dit tijdens de plenaire bespreking in de *Bundesrat* eveneens uitdrukkelijk benadrukt¹²⁵⁶. Hetzelfde geldt voor Engeland waar het Explanatory Memorandum van de omzettingwet uitdrukkelijk vermeldde dat : “[g]iven the maximum harmonisation nature of the Directive, there was little scope for the UK to apply discretion in the way in which it was transposed”¹²⁵⁷, hetgeen ook bevestigd werd door de LAW SOCIETY tijdens de consultatieprocedure¹²⁵⁸. Ook in Nederland werd bij de omzetting van de Prospectusrichtlijn door de Raad van State in zijn advies van 6 januari 2005 en het nader rapport van 28 februari 2005 opgemerkt dat “[n]iet alle aangeboden effecten zijn echter effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Daarmee lijkt artikel 5, eerste lid, van het voorstel een ruimer toepassingsbereik te hebben dan artikel 10 van de prospectusrichtlijn. Dit is niet toegestaan, daar de prospectusrichtlijn, gelet op artikel 95 EG, uitgaat van het principe van totale harmonisatie”¹²⁵⁹. Het totale harmonisatiekarakter werd bovendien ook door de Nederlandse regering bevestigd¹²⁶⁰.

1.4. FORMULERING VAN EEN NIEUW HARMONISATIEMODEL : COÖPERATIEVE HARMONISATIE

1.4.1. Werkhypothese

289. BLIJKT HIERUIT EEN NIEUW HARMONISATIEMODEL? We hebben hierboven vastgesteld dat, ten eerste, de tekst van de Prospectusrichtlijn nergens expliciet aangaf dat de totale harmonisatiemethode

Parochis Ypiresion Michanografisis, Ioannis Michail Pikoulas t. Epitropi Kefalaiaagoras, Jur. 2007, I-5835, r.o. 37 : “[...] Zowel de Griekse als de Italiaanse regering hechten enige betekenis aan richtlijn 2003/71. De Griekse regering betoogt dat deze richtlijn, hoewel zij klaarblijkelijk het hoogst haalbare niveau van harmonisatie nastreeft, desondanks de vraag betreffende de verantwoordelijkheid voor de in het prospectus vermelde informatie niet uniform regelt maar aan de lidstaten overlaat. Richtlijn 2003/71 geeft bovendien geen uitputtende opsomming van de verantwoordelijke personen, maar verlangt slechts dat verantwoordelijkheid ‘ten minste berust’ bij de daar genoemde personen. De Italiaanse regering betoogt dat een stelsel van bestuursrechtelijke sancties eerst bij artikel 25 van richtlijn 2003/71 is ingesteld, in termen die de toepasselijkheid van zulke sancties duidelijk niet beperken tot de formeel voor de inhoud van het prospectus ‘verantwoordelijke’ personen. [...]” (eigen cursivering).

¹²⁵⁵ Annexe au procès-verbal de la séance du 27 juillet 2004 – Rapport d’information fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur l’application de la loi du 1er août 2003 de sécurité financière, par M. Philippe Marini”, Session Extraordinaire de 2003-2004, nr. 431, op 197 : “La directive fixe un objectif d’harmonisation maximale”.

¹²⁵⁶ Zie de opmerkingen van P. LIPS (CDU/CSU), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), 16196 *Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung* : “Die Richtlinie, die eine Maximalharmonisierung bei allen Ländern anstrebt, nimmt wenig Rücksicht auf besondere, individuelle Marktbesonderheiten der Mitgliedstaaten. Kann sie auch nicht”.

¹²⁵⁷ Explanatory Memorandum to the Prospectus Regulations 2005 (3 p.), op 2. Zie tevens Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses (8 p.), op 5 : “[...] such ‘gold-plating’ on top of a maximum harmonisation EU Directive was deemed superfluous and therefore disadvantageous for the UK”.

¹²⁵⁸ LAW SOCIETY, “UK implementation of the prospectus directive 2003/71/EC”, ongedateerd (6 p.), op 2 : “We appreciate that maximum harmonisation imposes particular constraints upon the Treasury in implementing the Directive”. De LAW SOCIETY stelde verder : “[...] this (admittedly) limited element of ‘gold plating’ is inconsistent with the harmonisation objective behind the Directive [...]. In addition, it is questionable whether it is open to the UK to introduce this element of ‘gold-plating’ in the context of a maximum harmonisation directive” (op 2).

¹²⁵⁹ RAAD VAN STATE, *Advies van 6 januari 2005 en nader rapport van 28 februari 2005, Tweede Kamer, vergaderjaar 2004–2005*, 30.013 e.v.

¹²⁶⁰ MINISTERIE VAN FINANCIEN, “Nota Naar Aanleiding Van Het Verslag”, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004–2005*, 30.013 e.v. : “De leden van de fracties van het CDA en de VVD merkten op dat de prospectusrichtlijn is gebaseerd op het principe van totale harmonisatie. [...] Terecht merken de leden van de fracties van het CDA en de VVD op dat de prospectusrichtlijn is gebaseerd op het principe van totale harmonisatie. Om die reden is het uitgangspunt bij het implementeren van de prospectusrichtlijn in de Wte 1995 dan ook om de richtlijn niet breder te implementeren dan zij voorschrijft”.

wordt gehanteerd. Niettemin blijkt, sinds de afkondiging van de Prospectusrichtlijn in 2003, er in toenemende mate overeenstemming te zijn ontstaan dat de Prospectusrichtlijn maximale harmonisatie behelst. De cristallatie daarvan is de uitdrukkelijke erkenning door CESR in juni 2007 dat de Prospectusrichtlijn “is a maximum harmonisation directive”. Er lijkt een proces van harmonisatie aan de gang te zijn, dat relatief voorzichtig is gestart, en dat sinds de laatste jaren steeds meer uitgesproken “totaal” wordt. Indien deze analyse correct is, stellen we ons de vraag of eerder dan een statisch ijkpunt de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn niet eerder moet worden geanalyseerd worden *als een dynamisch proces*. Uit onze analyse in 1.3 hierboven blijkt immers dat de bepaling van een harmonisatiemethode bij de afkondiging van de Prospectusrichtlijn in 2003 contrasteerde met de gezamenlijke consensus die *achteraf* gevormd werd omtrent het precieze niveau van harmonisatie. Anders gezegd : waar het reeds in 2003 reeds duidelijk was dat de Prospectusrichtlijn een hoog niveau van harmonisatie inhield, bleek het precieze niveau van harmonisatie pas door toedoen van de Europese Commissie, de lidstaten en de toezichhoudende overheden (inclusief CESR) achteraf, onder meer bij de totstandkoming van de niveau 2 maatregelen in 2004 en de omzettingen van de Prospectusrichtlijn in 2005.

290. “COÖPERATIEVE HARMONISATIE”. In navolging van BAUM die de coöperatieve processen omschreef die in de jaren negentig plaatsvonden met betrekking tot het effectenrecht, zou men dit model kunnen benoemen als “coöperatieve harmonisatie”¹²⁶¹. Dit concept zou kunnen worden aanzien als een uitbouwen op, en concretisering van, wat VAN GERVEN de “open methode van convergentie” heeft genomen : “[d]e methode wordt gebruikt om alle neuzen in eenzelfde richting te krijgen in een domein waarin regulering- of beslissingbevoegdheden verdeeld liggen over Europese en nationale wetgevers, rechters en beambten [...]. Ontleend aan de politieke wetenschap, is de methode gesteund op convergentie van doelstellingen en principes van voluntarisme (niet bindende doelstellingen, soft law), subsidiariteit (samenwerking van onderuit : private sector, lidstaten en Unie) en inclusiviteit (deelneming van alle betrokkenen)”¹²⁶². VAN GERVEN stelt verder dat de communicatieprocessen tussen Europese en nationale administraties, zoals via CESR, kunnen beschouwd worden als een vorm van dergelijke open methode van convergentie. Het hier voorgestelde model van coöperatieve harmonisatie gaat echter nog een stap verder : de richtlijn wijst – impliciet dan wel expliciet – op een hoog niveau van harmonisatie, doch dat de precieze inhoudelijke invulling van dat niveau van harmonisatie achteraf komt, als resultaat van een coöperatief proces tussen de verschillende actoren. Coöperatieve harmonisatie kan omschreven worden als een vorm van maximale harmonisatie, doch waarbij de verschillende actoren coöpereren teneinde het gewenste niveau van harmonisatie te bereiken. De Prospectusrichtlijn is aldus een richtlijn waarvan de precieze omvang van de maximale harmonisatie pas achteraf is komen vast te staan, en dit door een coöperatief *proces* tussen de Europese Commissie, de lidstaten en de toezichhoudende overheden (inclusief CESR). Indien een dergelijke procesmatige benadering correct is, houdt dit o.i. een paradigmawijziging in over hoe lidstaten tegenover maximale

¹²⁶¹ H. BAUM, “Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses”, in : J. BASEDOW en T. KONO (eds.), *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Kluwer Law International, 2000 (230 p.), 77, op 99 : “Cooperative strategies are driven by a variety of reasons that range from a necessity to cooperate in cross-border enforcement to political prudence to business facilitation. [...] [T]ruly cooperative strategies actively involve all sides concerned”. Zie tevens L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.), op 5 : “The harmonization provisions introduced by the FSAP represent what is sometimes referred to as a “cooperative strategy” : an agreed upon solution that several national legislatures decide to adopt to solve the problems stemming from multiple regimes applying to cross-border transactions”.

¹²⁶² W. VAN GERVEN, “Over codificatie, convergentie en algemene beginselen in een meergelaagd privaatrecht”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 1007, 1021. Zie tevens W. VAN GERVEN, “Bringing (Private) Laws Closer to Each Other at the European Level”, working paper, 2005 (43 p.), beschikbaar op www.law.kuleuven.ac.be/ccle/pdf/2005-01-18_WvG_Impact_courts_on_private_law.pdf, zie 29 : “Within such a OMC framework, Member States and Community institutions, and private actors, can agree more specifically on (i) fixing goals, guidelines and timetables, (ii) laying down benchmarks and comparing best practices, taking into account national preferences, (iii) encouraging mutual learning processes, and (iv) establishing reporting and monitoring mechanisms to assess progress”.

harmonisatie staan. Het blijkt immers niet meer te gaan om de vraag of de lidstaten op grond van een richtlijn nog strenger *kunnen* optreden; het gaat eerder om de vaststelling dat zij op grond van de richtlijn *akkoord* gaan niet langer strenger op te treden. In de context van het FSAP lijkt op alle niveaus een onderling aanvaarde coöperatie te bestaan in de richting van een zeer verregaande harmonisatie. In de randnummers hierna onderzoeken we, op basis van de analyse hierboven, de diverse kenmerken van dit nieuwe harmonisatiemodel.

1.4.2. Kenmerken van de coöperatieve harmonisatie

291. IDENTIFICATIE VAN DE KENMERKEN VAN DE COÖPERATIEVE HARMONISATIE. Op basis van de analyse van de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn kunnen we o.i. een drietal kenmerken identificeren van de aldaar gebruikte harmonisatiemethode, namelijk : (i) de coöperatieve harmonisatie is gestoeld op een *institutioneel proces* van coöperatie, (ii) de coöperatieve harmonisatie is een vorm van maximale harmonisatie die wordt gekenmerkt door *inhoudelijke coöperatie naar meer harmonisatie*, (iii) de coöperatieve harmonisatie bevat *elementen van gedwongen coöperatieve toepassing*.

292. EERSTE KENMERK VAN DE COÖPERATIEVE HARMONISATIE. Coöperatieve harmonisatie is gestoeld op een institutioneel proces van coöperatie. De coöperatieve harmonisatie blijkt immers ingebed in diverse geïnstitutionaliseerde processuele kaders (art. 251 EG, Lamfalussy, consultatieperiodes, werkvergaderingen met de Europese Commissie, enz.). De diverse actoren die in deze kaders actief zijn, worden verplicht tot een actief, doorlopend – vaak zelfs expliciet – engagement met betrekking tot de creatie, omzetting en de toepassing van de Europese instrumenten, en dit met een welbepaalde doelstelling in gedachten¹²⁶³. Een illustratie daarvan is de rol van CESR – en dus de toezichthoudende overheden van de diverse lidstaten als leden van CESR – in de totstandkoming van Lamfalussy niveau 2 instrumenten : de gedetailleerde regels die aldus tot stand komen, zijn mee gevormd door de lidstaten, zodat het weinig waarschijnlijk is dat deze achteraf de consensus die op het niveau van CESR bereikt is, in vraag zullen stellen. In de meeste lidstaten hebben de toezichthoudende overheden bovendien een adviserende, sturende of leidende rol bij het omzetten van de Lamfalussy richtlijnen¹²⁶⁴. O.i. is de invloed van de toezichthoudende overheden in het omzettingsproces een belangrijk element dat de convergentie naar meer harmonisatie van onderuit ondersteunt en nog versterkt. Zij oefenen immers een belangrijke invloed uit zowel op de inhoudelijke harmonisatie – via CESR – als op de uiteindelijke omzetting van deze harmonisatie in intern recht.

293. TWEEDE KENMERK VAN DE COÖPERATIEVE HARMONISATIE. Ten tweede bevat de coöperatieve harmonisatie een zeker element van dwang. Waar in het verleden verordeningen in beginsel werden gebruikt als *alternatief* voor richtlijnen, worden als gevolg van het Lamfalussy regelgevingsproces, uitvoeringsverordeningen en kaderrichtlijnen *cumulatief* toegepast. WYMEERSCH stelt daarover terecht dat de Commissie daarmee concurrentie tussen de lidstaten wenst te vermijden en een makkelijkere

¹²⁶³ H. BAUM, “Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses”, in : J. BASEDOW en T. KONO (eds.), *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Kluwer Law International, 2000 (230 p.), 77, op 100 : “[C]omprehensive harmonization resulting in uniform law may be attempted on the government level if a completely integrated market is to be achieved. It may also serve the purpose of imposing a leading jurisdiction’s regulatory concept in a specific market segment on smaller jurisdictions”.

¹²⁶⁴ Zie tevens de bespreking hierboven waar diverse werkzaamheden van de toezichthoudende overheden voornamelijk in het Verenigd Koninkrijk, in Frankrijk en in Nederland worden geciteerd. Ter titel van illustratie kan het voorbeeld van de Belgische omzetting van de Prospectusrichtlijn gegeven worden. Zo hield in België de CBFA de “pen” bij het ontwerp van tekst ter omzetting van de Prospectusrichtlijn en werd een (gesloten) consultatie gehouden (hoewel dat niet zo uit de parlementaire stukken blijkt). Hetzelfde geldt voor de omzetting van de MiFID in België. Dat was voorheen overigens minder het geval. Vgl. vb. J.-L. DUPLAT, “The Role of the National Authorities in the Implementation of Directives”, in : J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects (Generale Bank Chair Lectures 1991-1992)*, Boston, Kluwer/Deventer, 1993 (121 p.), 85-93.

toepassing van (uniforme) regels mogelijk maakt¹²⁶⁵. Maar bovendien leidt de combinatie van richtlijnen en verordeningen die elk een gedeelte van hetzelfde geharmoniseerde domein regelen, de lidstaten in een logica van coöperatie en verregaande harmonisatie. Bij verordeningen is de harmonisatie immers per definitie totaal (tenzij uiteraard een lidstaat zich niet zou conformeren aan de verordening). Dit kan in verband worden gebracht met het FSAP dat politiek verantwoord is via de Lissabon agenda, en dus de Europese Raad. Om deze reden zou het weinig politiek logisch zijn dat lidstaten in de laatste fase van een regelgevingsproces alsnog dwars gaan liggen. Bijgevolg hebben de lidstaten zichzelf in een logica van coöperatie gedwongen¹²⁶⁶. Deze legitimiteit wordt bovendien aangewakkerd door de toegenomen competitiviteit van voornamelijk de Londense markt in het aantrekken van globale IPO's¹²⁶⁷. Bovendien heeft CESR een systeem van transparantie gecreëerd om lidstaten (en toezichthoudende overheden) met een eventueel afwijkende mening “kleur te doen bekennen”, zoals blijkt uit volgende passage, eveneens uit het rapport van juni 2007 : “Some of the respondents considered that it would be desirable to avoid the divergent views from specific [competent authorities] included in certain responses as this implies that the “common approaches” do not always eliminate the problems that arise for issuers from divergent interpretation or application. However, even those that raised concerns about the fact that there were diverging views on some questions, considered the transparency provided in the ‘Q&A’ as a positive aspect. CESR understands these concerns and considers that it would be desirable to not to have any dissenting views. However, it is CESR’s opinion that the fact that CESR’s ‘Q&A’ reflects the diverging views in a clear and transparent way is very positive since it provides market participants with a clear picture of the position of the different [competent authorities]. *This will foster a wider debate among market participants which the CESR members with the diverging views might find it useful in reconsidering their previous positions*”¹²⁶⁸ (eigen cursivering). Men zou kunnen stellen dat ook uit deze passage een soort “gedwongen” convergentie blijkt, waarbij – via een “name and shame” tactiek – erop gerekend wordt dat afwijkende interpretaties in een bepaalde jurisdictie door de marktparticipanten in diezelfde jurisdictie geïdentificeerd – en gedebatteerd – kunnen worden. CESR lijkt daardoor een systeem te hebben opgezet waarbij lidstaten en toezichthoudende overheden steeds meer onder druk gezet worden om dissidente opvattingen op te geven¹²⁶⁹. Hiertoe bestaan sinds kort enkele aanwijzingen. Zo werd nog in het document *CESR Frequently asked questions regarding Prospectuses* van september 2007 uitdrukkelijk het afwijkende standpunt van Duitsland en Oostenrijk aangehaald met betrekking tot de

¹²⁶⁵ E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, *Working Paper Series Financial Law Institute (University of Ghent)*, december 2004, WP2004-10, 2 : “This means that directives of Council and Parliament are implemented by Commission directives or Commission regulations, in the latter case achieving the maximum degree of uniformity in the applicable law [...] By doing so, the commission attempts to limit regulatory competition, and simplifies the application of the rules by the national supervisors”.

¹²⁶⁶ L.E. DE BEER en P. ZIJP, “De prospectusrichtlijn: de eerste tweehalve laag van Lamfalussy”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140, op 152: “De Richtlijn, de Verordening en de Aanbevelingen, samen de eerste tweehalve laag van Lamfalussy op dit gebied, zetten een grote stap in de richting van een grensoverschrijdende Europese kapitaalmarkt, maar leiden eveneens tot politieke compromissen, onduidelijkheden voor de markt, en bovenal tot een enorme berg regelgeving die grotendeels nog geïmplementeerd dient te worden. *Voor de praktijk hopen wij dat de Nederlandse wetgever zich bij de implementatie mede laat leiden door de keuzes van andere Lidstaten teneinde de concurrentiepositie van Nederland veilig te stellen*” (eigen cursivering).

¹²⁶⁷ Cf. COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON), *Interim Report*, 30 november 2006 (152 p.), zie vb. 1 en 24 e.v.

¹²⁶⁸ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 8-9, nr. 32-33.

¹²⁶⁹ Zie vb. volgende passage omtrent de IPO van Standard Life plc op de London Stock Exchange, waarbij een prospectus door de FSA goedgekeurd werd en een openbare aanbieding via het Europees paspoort ook plaatsvond in Ierland, Oostenrijk en Duitsland in E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 469 : “The [BaFin] insisted on the publication of a formal notice stating how the Standard Life prospectus had been made available to the public and where it could be obtained by the public. This administrative requirement sits uneasily with the Prospectus Directive which permits only home States to require the publication of formal notices [...]. CESR’s view is that host States cannot require issuers to publish formal notices. This is an example of inconsistent interpretation of the Directive between different national competent authorities that was exposed by the Standard Life flotation. *CESR’s intervention may generate some pressure on individual national agencies to adjust their interpretations where these are out of line with the prevailing majority view*” (eigen cursivering).

vraag of de lidstaat van ontvangst de uitgevende instelling kan verplichten om een mededeling te publiceren in haar jurisdictie¹²⁷⁰. Het is opvallend dat in het meest recente *Frequently asked questions* document van mei 2008 Oostenrijk is teruggekomen op haar afwijkend standpunt, waardoor Duitsland geïsoleerd is komen te staan¹²⁷¹. Dit lijkt een indicatie te kunnen zijn dat de druk om dissidente opvattingen op te geven inderdaad gestaag toeneemt. Ook lijkt het in steeds meer het geval te zijn dat in de Lamfalussy niveau 3 documenten van CESR omtrent de Prospectusrichtlijn minder divergente opvattingen worden vastgesteld¹²⁷². Ten slotte heeft CESR ook met de Review Panel een “peer review” mechanisme opgezet waar de CESR leden kunnen controleren of de lidstaten de richtlijnen correct hebben omgezet¹²⁷³ en werd verder een systeem van geschillenbemiddeling (mediation) tussen de CESR leden geïntroduceerd¹²⁷⁴. Niettemin is het absoluut niet zeker dat het “vrijwillig” karakter van deze coöperatie voldoende zal blijken om daadwerkelijk te leiden tot effectieve harmonisatie. Zo werd in een recent, interessant artikel van Kralj opgemerkt dat : “[h]et document van CESR met veel gestelde vragen en antwoorden hierop is opgesteld binnen het kader van niveau 3 van het Lamfalussy-proces. Gezien de bedoeling van niveau 3 zou dit document tot meer harmonisatie van uitleg van Europese regelgeving moet leiden. Desondanks lijkt het erop dat de interpretaties van CESR wegens implementatieproblemen in de verschillende lidstaten – waaronder Nederland – en de voorbehouden ten aanzien van deze interpretaties die door een aantal lidstaten zijn gemaakt, hiertoe niet leiden. Daarnaast zou gesteld kunnen worden dat een aantal lidstaten meer invloed bij de Europese Commissie hebben, gezien een aantal standpunten die de Commissie heeft ingenomen. Al met al zou gesteld kunnen worden dat het totstandkomen van dergelijke documenten een politiek spel is wat de bevordering van een eengemaakte, diepe en liquide kapitaalmarkt in Europa bemoeilijkt”¹²⁷⁵.

294. DERDE KENMERK VAN DE COÖPERATIEVE HARMONISATIE. Ten derde impliceert coöperatieve harmonisatie ook een coöperatieve toepassing. Anders gezegd, dient de toepassing van de in de verschillende lidstaten omgezette richtlijnen te convergeren. Opnieuw is een belangrijke rol weggelegd voor de toezichthoudende overheden. CESR lijkt zich bovendien in toenemende mate bewust te zijn van haar belangrijke rol in het creëren van een kader naar meer convergentie – en is op heden ook niet

¹²⁷⁰ Vb. CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version September 2007*, 21 september 2007, referentie 06-651, 5-6 : “(Q) Can a host Member State require the issuer to publish a notice in its jurisdiction in relation to a prospectus that has been passported into its jurisdiction? A) No. A Member State might require in its national legislation that issuers have to publish a notice stating how the prospectus has been made available and where it can be obtained by the public (Article 14.3 of the Directive). If a Member State has made use of this option, the obligation will apply to the public offers or admissions to trading where its competent authority has acted in its capacity of home competent authority. The competent authorities of Austria and Germany consider that the legislation in relation to the notice of the host Member State also applies to prospectuses approved and passported by competent authorities from other Member States. The Commission Services consider that requirements imposed by Member States under Article 14.3 of the Prospectus Directive on the notice can apply only in relation to issuers for which it is the home State, and it is not possible to extend those requirements to prospectuses that have been passported from another Member State”.

¹²⁷¹ Zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 5th Updated Version – May 2008*, Ref. 08-426, 20 mei 2008, 5 : “The only change is the removal of Austria’s dissenting view”.

¹²⁷² CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 9, nr. 34: “CESR however acknowledges that its members have put in a great effort to achieve more convergence since the publication of the first set of questions. The additional material included in the last update of the ‘Q&A’ published in February did not have any dissenting or diverging position. CESR is confident that this good trend will continue. Besides, CESR is aware that some of its members are already working to solve some of the dissenting views included in the first publication and, hopefully, some of these will be removed in the future”.

¹²⁷³ E. WYMEERSCH, “CESR, A Building Block in Europe’s Future Financial Regulatory System”, *Euredia*, 2007-2008/1, 15, 16: “CESR pays ample attention to ensure that the members effectively apply these rules in the sense agreed, thereby avoiding distortions in the internal market. To that end, it has installed a peer review mechanism, according to which a Review Panel composed of CESR members verify whether the states have effectively implemented the directives, or the CESR recommendations. Comparative analyses on the enforcement powers of the members have recently been published”.

¹²⁷⁴ *Idem*, 17.

¹²⁷⁵ K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn :Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4,179, 181, 183.

beducht dat duidelijk te stellen. Zo werd in het reeds geciteerde rapport van juni 2007 benadrukt dat: “Since CESR started its work on the area of prospectuses it has been aware of the important role it can play in facilitating a harmonised application of the new prospectus regime. In this respect, CESR has produced several public documents with the aim of achieving convergence across the EU in the day-to-day operation of this legislation and of providing guidance for market participants. In addition, CESR has been working on internal processes and documents to promote an efficient cooperation between competent authorities [...] and to ensure a smooth functioning of the passport notification”¹²⁷⁶. CESR draagt bovendien bij tot de verspreiding van kennis en informatie. Zoals FERRAN stelt : “CESR is proving to be a useful conduit for the dissemination of such learning by gathering together questions that market participants have asked of national competent authorities and publishing responses to them that represent common positions agreed by CESR members”¹²⁷⁷. In dat opzicht lijkt de actieve participatie van de toezichhoudende overheden uit de verschillende lidstaten – als leden van CESR – van groot belang te kunnen zijn. Omtrent een aanzienlijk aantal van de bepalingen en beleidskeuzen zal er immers een – quasi-onomkeerbare? – eensgezindheid zijn ontstaan tussen de verschillende toezichhoudende overheden. Uiteraard hoeft niet over alle bepalingen en beleidskeuzen eensgezindheid te bestaan, maar wel zal de algemene consensus groot genoeg zijn om de maatregel aan de Commissie voor te stellen als niveau 2 of te publiceren op niveau 3. Er is met andere woorden een *consensus die van onderuit (namelijk op lidstatelijk niveau) groeit*. Het lijkt aannemelijk dat deze consensus, indien in termen van harmonisatie vertaald, neerkomt op zeer veel (of zelfs totale) harmonisatie. De harmonisatie groeit bijgevolg van onder.

1.4.3. Beoordeling van de coöperatieve harmonisatie – Op naar een “Algemene Prospectusverordening”?

295. NEGATIEVE ELEMENTEN. Vergeleken met een verordening stelt de coöperatieve harmonisatiemethode bepaalde nadelen. Hoewel er diverse elementen van *dwang* zijn besloten in de coöperatie, is het risico op omzettingsverschillen bij coöperatieve harmonisatie logischerwijze groter dan bij verordeningen. Bovendien, hoewel men via coöperatieve harmonisatie een verregaande harmonisatie beoogt te bereiken, is het niet geheel duidelijk – en kan er juridische vaagheid bestaan – wat precies de reikwijdte van de maximale harmonisatie zal zijn. Bovendien is coöperatieve harmonisatie ook niet transparant (en mist een zekere democratische legitimiteit). Het is bij de afkondiging van de richtlijn immers niet eenduidig welk niveau harmonisatie precies beoogd is – dat niveau wordt pas vastgesteld in consensus tussen een groep technocraten, zoals de toezichhoudende overheden, CESR, de Europese Commissie. Belangrijk is te noteren dat de co-beslissingsprocedure van art. 251 EG enkel speelt ten aanzien van de richtlijnen en bijgevolg het Europees Parlement geen inspraak heeft met betrekking tot het precieze niveau van harmonisatie dat via de coöperatieve harmonisatie achteraf wordt bereikt.

296. POSITIEVE ELEMENTEN. Toch zijn er positieve elementen. Vergeleken met verordeningen lijkt het aannemelijk dat coöperatieve harmonisatie meer gedragen wordt door de actoren – zij hebben immers een rechtstreekse invloed gehad bij de creatie en de omzetting van de instrumenten van harmonisatie en hebben engagementen aanvaard inzake de toepassing ervan. Meer nog, zoals hierboven aangegeven, bevat coöperatieve harmonisatie elementen van gedwongen coöperatieve toepassing. Het is belangrijk te onderstrepen dat deze elementen van dwang niet formalistisch zijn (we maken daarbij abstractie van de mogelijkheid voor de Commissie om, op het vierde Lamfalussy niveau, een procedure tegen lidstaten aan te spannen). Het betreft daarentegen hefboomen van coöperatie, die erop gericht zijn om divergenties op te sporen en te remediëren en tegenkrachten te neutraliseren. De vraag moet niettemin worden gesteld of de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn voldoende is om de

¹²⁷⁶ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 7, nr. 18-19.

¹²⁷⁷ E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 489.

toetsing van de harmonisatietest van Deel 1 te doorstaan. Om deze reden zal in de hiernavolgende analyse in Deel 2 worden nagegaan of de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn wel of niet voldoende blijkt. Indien de harmonisatie verwezenlijkt door de Prospectusrichtlijn de harmonisatietest echter niet kan doorstaan, zal tevens worden onderzocht of een meer totale harmonisatiemethode, in de vorm van een verordening, geen oplossing kan bieden. Dergelijke *Algemene Prospectusverordening* zou moeten beschouwd worden als complementair met de huidige Prospectusrichtlijn (en haar methode van harmonisatie)¹²⁷⁸. Enkel een aantal, limitatief bepaalde, domeinen zouden worden bestreken door deze verordening, namelijk daar waar de Prospectusrichtlijn tekort schiet, zoals dat blijkt uit de toetsing met de harmonisatietest die verder hieronder zal plaatsvinden (zie tevens de volgende afdeling).

1.5. TUSSENTIJD BESLUIT

In deze afdeling werd onderzocht wat de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn is. Op basis van een tekstuele analyse van de Prospectusrichtlijn kwamen we tot de vaststelling dat de gebruikte harmonisatiemethode niet duidelijk vermeld is in de Prospectusrichtlijn. De tekst van de Prospectusrichtlijn contrasteert substantieel met de interpretatie van de Prospectusrichtlijn door de verschillende actoren. Gedetailleerd werd ingegaan op de standpunten (omtrent de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn) die zijn ingenomen door academici, Angelsaksische advocatenkantoren, ESME (een door de Commissie samengestelde, niet-representatieve groep experts), de toezichthoudende overheden (met inbegrip van CESR) en ten slotte diverse wetgevers. Met de uitzondering van – slechts een aantal – academici, werd door deze actoren het maximale harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn bevestigd. De cristallatie daarvan is de uitdrukkelijke erkenning door CESR in juni 2007 dat de Prospectusrichtlijn “is a maximum harmonisation directive”. Dit leidt tot de wat eigenaardige conclusie dat, hoewel het op basis van een tekstuele lezing niet duidelijk is dat de Prospectusrichtlijn maximale harmonisatie beoogt, *achteraf* door alle relevante actoren – inclusief de lidstaten het karakter van maximale harmonisatie bevestigd werd.

We hebben deze vaststelling proberen te vertalen naar een nieuw model van harmonisatie – dat kan worden benoemd als “coöperatieve harmonisatie”. Dit komt erop neer dat de richtlijn – impliciet dan wel expliciet – wijst op een hoog niveau van harmonisatie, doch dat de precieze inhoudelijke invulling van dat niveau van harmonisatie achteraf komt, als resultaat van een coöperatie tussen de verschillende actoren. Coöperatieve harmonisatie kan omschreven worden als een vorm van maximale harmonisatie, doch waarbij de verschillende actoren coöpereren teneinde het precies gewenste niveau van harmonisatie te bereiken. De Prospectusrichtlijn is aldus een richtlijn waarvan de precieze omvang van de maximale harmonisatie pas achteraf is komen vast te staan, en dit door een coöperatief proces tussen de Europese Commissie, de lidstaten en de toezichthoudende overheden (inclusief CESR). Op basis van de analyse van de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn hebben we een drietal kenmerken geïdentificeerd, namelijk : (i) coöperatieve harmonisatie is gestoeld op een institutioneel proces van coöperatie, (ii) coöperatieve harmonisatie wordt gekenmerkt door inhoudelijke coöperatie naar meer harmonisatie, (iii) coöperatieve harmonisatie bevat elementen van gedwongen coöperatieve toepassing. Dergelijk model van coöperatieve harmonisatie stelt ten slotte bepaalde nadelen, zoals een gebrek aan democratische legitimiteit en juridische duidelijkheid, maar in de context van de harmonisatietest is vooral relevant dat het risico op omzettingsverschillen bij coöperatieve harmonisatie logischerwijze groter is dan bij verordeningen. Toch zijn er positieve elementen. Vergeleken met verordeningen lijkt het aannemelijk dat coöperatieve harmonisatie meer gedragen wordt door de actoren – zij hebben immers een rechtstreekse invloed gehad bij de creatie en de omzetting van de instrumenten van harmonisatie en hebben engagementen aanvaard inzake de toepassing ervan. Daarnaast bevat

¹²⁷⁸ Dit sluit niet uit dat ook op Europees niveau, in navolging van onder meer het Franse voorbeeld van de *code monétaire et financier* of de Nederlandse Wet Financieel Toezicht, een codificatie van het Europees financieel recht – “une véritable codification, avec restructuration des textes et harmonisation des concepts” – zou worden nagestreefd. Zie A. BRUYNEEL, “Le droit financier et le droit de l’assurance”, in : J. BUYLE, W. DERIJCKE, J. EMBRECHTS en I. VEROUGSTRAETE (eds.), *Tweehonderd jaar Wetboek van Koophandel*, Brussel, Larcier, 2007 (389 p.), 197, 212 (voetnoot 72).

coöperatieve harmonisatie elementen van gedwongen coöperatieve toepassing. Een afweging tussen deze negatieve en positieve elementen leidt niet tot een eenduidige conclusie in het voordeel van, of in het nadeel van, coöperatieve harmonisatie. Er moet verder worden onderzocht hoe deze coöperatie precies werkt.

In de mate echter dat de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn niet voldoende blijkt om de efficiëntie van de markt en van de financiële intermediatie te vergroten, moet worden onderzocht of een meer totale harmonisatiemethode, al dan niet in de vorm van een verordening, geen oplossing kan bieden. In dat geval zou eraan gedacht kunnen worden om een aantal sleutelbepalingen op te nemen in een “Algemene Prospectusverordening” die op Lamfalussy niveau 1 onder meer de definities, het vrijstellingsregime en de rol van CESR zou *uniformiseren*. De huidige Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening kunnen, eventueel in aangepaste vorm, naast dergelijke Algemene Prospectusverordening blijven bestaan.

Dit zal verder deel uitmaken van het onderzoek in Deel 2.

AFDELING 2. ANALYSE VAN DE OMZETTINGSBENADERING IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

2.1. OPZET

297. OPZET VAN DEZE AFDELING. In deze afdeling wordt beknopt onderzocht op welke wijze de onderzochte jurisdicties de Prospectusrichtlijn hebben omgezet. We behandelen voor elk van de onderzochte jurisdicties achtereenvolgens twee vragen : hoe verliep het omzettingsproces, en wat zijn op heden de belangrijkste bronnen van de prospectusreglementering in de betreffende jurisdictie? Ten slotte trachten we het antwoord op de laatste vraag voor alle jurisdicties in een synthesetabel samen te vatten, die we kritisch evalueren.

2.2. DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN IN DE LIDSTATEN

298. OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN IN DE LIDSTATEN. Het omzettingsproces van de Prospectusrichtlijn kan beschreven worden als een omzetting die in de meeste lidstaten relatief binnen de tijdsperken is gebeurd. Zoals de andere Lamfalussy niveau 1 richtlijnen werd de omzetting bovendien nauwgezet opgevolgd door de Europese Commissie, onder meer door een permanent bijgehouden *Lamfalussy League Table* publiek beschikbaar te stellen, waarin wordt aangeduid welke lidstaten de Lamfalussy richtlijnen wel of niet hebben omgezet¹²⁷⁹. Anno 2008¹²⁸⁰ hebben alle onderzochte jurisdicties de Prospectusrichtlijn formeel omgezet in hun nationale wetgeving:

299. OMZETTING IN DE MEESTE LIDSTATEN GEBEURDE TIJDIG. De omzetting van de Prospectusrichtlijn gebeurde in de meeste lidstaten tijdig¹²⁸¹. Enkel in België en Italië was echter

¹²⁷⁹ Zo vb. EUROPESE COMMISSIE, “Rate of transposition of FSAP Directives - view per Directive”, 15 juli 2007.

¹²⁸⁰ Vanaf juli 2006 zijn de alle omzettingswetten publiek beschikbaar gemaakt in de *transposition database* van de Europese Commissie (EUROPESE COMMISSIE, “Transposition of Financial Services Action Plan Directives”, permanent bijgewerkt). Dit werd reeds aangekondigd in het *Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010* (Cf. EUROPESE COMMISSIE, “Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010”, 2005 (20 p.), 7 : “De Commissie zal haar online beschikbare [FSAP]-omzettingmatrix regelmatig bijwerken en voorzien in hyperlinks naar de uitvoeringsbepalingen van de lidstaten. [...]”). Ch. MCCREEVY stelde bij dat: “This is a big step towards improving implementation of EU financial services laws at national level. For the first time every business, consumer and citizen can see openly how Member States are enabling better and more integrated financial services and markets. Now national rules are no longer a 'black box', and any gold-plating will be visible to all” (zie EUROPESE COMMISSIE, *IP/06/1073*, 28 juli 2006).

¹²⁸¹ De omzettingswetten voor de Prospectusrichtlijn in de 30 E.E.R. lidstaten (buiten de 5 onderzochte jurisdicties, en buiten Italië – zie verder hieronder) zijn de volgende (stand op 1 juli 2008) : **Oostenrijk** (Bundesgesetz, mit dem das Kapitalmarktgesetz, das Börsegesetz, das Investmentfondsgesetz, das Wertpapieraufsichtsgesetz und das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz geändert werden, *Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich*, Jahrgang 2005, 28. Juli 2005, Teil I, nr. 78); **Cyprus** (Οι περί Δημόσιας Προσφοράς και Ενημερωτικού Δελτίου (Νόμος του 2005), *ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ*, nr. 4031, 114(I)/2005; Οι περί Αξιών και Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου (Τροποποιητικός) (Αρ.3) (Νόμος του 2005), *ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ* nr. 4031, 115(I)/2005); **Tsjechische Republiek** (Zákon č. 56/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, *Sbírka zákonů ČR*, 2006, 24, 738); **Denemarken** (Lov nr. 1460 af 22. december 2004 om værdipapirhandel m.v., *Lovtidende A*, numer 202, 29 december 2004, 9896); **Estland** (Väärtpaberituru seaduse, Investeerimisfondide seaduse, Tagatisfondi seaduse ja asjaõigusseaduse muutmise seadus, *Riigi Teataja*, I, 2005, No 59, 464); **Finland** (Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta, *Annettu Naantalissa 23 päivänä kesäkuuta*, 2005, 448/2005); **Griekenland** (Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση (νόμος υπ' αριθ. 3401), *Efimeris Tis Kyverniseos (FEK)* (Tefchos A), 2005, 257, 4331); **Hongarije** (2005. évi LXII. törvény a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény módosításáról, *Magyar Közlöny*, nr. 2005/88, 4535-4574); **Ierland** (Prospectus (Directive 2003/71/EC) Regulations 2005, *Statutory Instrument* No. 324 of 2005); **Letland** (Grozījumi Finanšu instrumentu tirgus likumā, *Latvijas Vēstnesis*, Nr. 99 28 juli 2005); **Litouwen** (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2005 m. liepos 15 d. nutarimas Nr. 1K-21 dėl Vertybinių popierių prospekto rengimo ir tvirtinimo bei informacijos atskleidimo taisyklių patvirtinimo, *Valstybės žinios*, 28 juli 2005, Nr.91-3420; Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas Nr. X-270, *Valstybės žinios*, 12 juli 2005, Nr.84-3108); **Luxemburg** (Loi du 10

problematisch. Tegen deze twee lidstaten werd door de Europese Commissie op 19 april 2006 zelfs een inbreuk-procedure opgestart¹²⁸². Voor wat de omzetting in België betreft, wordt verwezen naar de bespreking hieronder in deze afdeling. Wat anderzijds Italië betreft, kan worden aangegeven dat pas op 23 april 2007 de omzettingwet van de Prospectusrichtlijn werd gepubliceerd in de *Gazzetta Ufficiale*, namelijk het *decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007*¹²⁸³. Tot die datum bestond niettemin reeds een wettelijk kader, waarin de CONSOB als bevoegde toezichthoudende overheid werd aangeduid¹²⁸⁴, en waarin de regering gemachtigd was om zulk *decreto legislativo* uit te vaardigen¹²⁸⁵, waarover pas op 7 maart 2007 overeenstemming werd bereikt¹²⁸⁶.

juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières et portant transposition de la directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive 2001/34/CE; portant modification de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de Surveillance du Secteur Financier; portant modification de la loi du 23 décembre 1998 concernant la surveillance des marchés d'actifs financiers; portant modification de la loi du 30 mars 1988 concernant les organismes de placement collectif; portant modification de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif; portant modification de la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque; portant modification de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, *Mémorial grand-ducal*, A n° 98, 12 juli 2005, 1726); **Malta** (*Regolamenti dwar Prospetti ta' Skemi ta' Investiment Kollettiv skond l-Att dwar Servizzi ta' Investiment, Suppliment tal-Gazzetta tal-Gvern ta' Malta*, Nru. 17,846, 25 ta' Novembru, 2005, Taqsima B-5609, L.N. 392; *Suppliment tal-Gazzetta tal-Gvern ta' Malta*, Nru. 17,846, 25 ta' Novembru, 2005 Taqsima B-5541, L.N. 389; *Regolamenti dwar ir-Rikonoxximent tad-Dettalji ta' l-Elenku Approvati* (Financial Markets Act (CAP. 345)), 2004, B-6068, L.N. 364); **Polen** (Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, *Dziennik Ustaw*, Nr. 184, Poz. 1539, 11561); **Portugal** (Decreto-Lei n.º 52/2006 de 15 de Março, *Diário da República*, 53 SÉRIE I-A, date 15 maart 2006, 1878; Declaração de Rectificação n.º 21/2006, *Diário da República*, 64, 30 maart 2006); **Slovakië** (Zákon č. 336/2005 Z.z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch), *Zbierka zákonov*, 2005, 141, 3417); **Slovenië** (Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev, *Uradni list RS*, 28/2006, 17 maart 2006, 2874; Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- uradno prečiščeno besedilo, *Uradni list RS*, 26/2005, 15 maart 2005, 2370); **Spanje** (Real Decreto Ley 5 /2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, *BOE n° 62*, 14 maart 2005 8832-8853); en **Zweden** (Lag (2005:833) om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:833), 2 december 2005; Lag (2005:834) om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:834), 2 december 2005; Lag (2004:46) om investeringsfonder, *Svensk författningssamling*, SFS (2004:46), 2 maart 2004; Lag (2005:380) om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:380), 13 juni 2005). De omzettingswetten in **Bulgarië** en **Roemenië** werden niet opgenomen in de database van de Europese Commissie; niettemin werd op 1 april 2007 door de Europese Commissie bevestiging gegeven dat ook deze twee nieuwe lidstaten de Prospectusrichtlijn hadden omgezet (zie EUROPESE COMMISSIE, "Transposition of Lamfalussy Directives - State of play as at 01/04/2007", 1 april 2007).

¹²⁸² EUROPESE COMMISSIE, "Commission acts to ensure 19 Member States implement EU laws", *IP/06/503*, 19 april 2006 : "The Commission has decided to pursue infringement procedures against two Member States for failure to implement the Prospectus Directive (2003/71/EC). The Commission will formally ask Belgium and Italy to complete the transposition of this Directive for which the deadline passed on 1 July 2005".

¹²⁸³ Decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007 recante l'attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE, *Gazzetta Ufficiale*, 23 april 2007. Zie tevens F CAPRIGLIONE, *La nuova legge sul risparmio - Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Cedam, Padua, 2006 (410 p.).

¹²⁸⁴ De CONSOB had bovendien haar eigen regulering reeds afgestemd op de Prospectusrichtlijn (zie een *briefing* van ALLEN & OVERY : "Pending the implementation of PD, CONSOB (the Italian securities and exchange commission) amended its regulation on issuers to make it de facto consistent with the PD. The amended regulation entered into force on 1 January 2006" (ALLEN & OVERY LLP, "The implementation of the Prospectus Directive in Italy", 2 april 2007).

¹²⁸⁵ *Legge sul Risparmio* (legge. n. 262/2005). Zie tevens FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, "Italian law on savings – Law 262 of 28 December 2005", januari 2006 (5 p.), 3.

¹²⁸⁶ Consiglio dei Ministri n. 42, 7 maart 2007 : "Il Consiglio ha altresì approvato i seguenti provvedimenti: [...] un decreto legislativo per il recepimento della direttiva comunitaria 2003/71, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che adegua alla normativa europea la disciplina dell'offerta al pubblico dei prodotti finanziari diversi da quelli fino ad oggi previsti dal testo unico dell'intermediazione finanziaria; sul decreto si sono favorevolmente espresse le Commissioni parlamentari".

2.3. DE OMZETTINGSBENADERING IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

300. OPZET. In de volgende randnummers wordt voor elk van de onderzochte jurisdicties onderzocht hoe het omzettingsproces verliep en wat op heden de bronnen zijn van de prospectusreglementering¹²⁸⁷.

2.3.1. De omzettingsbenadering in België

301. OMZETTINGSPROCES. De Belgische Prospectuswet is afgekondigd op 16 juni 2006, dit wil zeggen net geen jaar na 1 juli 2005, datum waarop de Prospectusrichtlijn had moeten zijn omgezet. Gezien de Prospectusverordening rechtstreeks in werking trad op 1 juli 2005 en de voorheen geldende wet van 22 april 2003 en haar uitvoeringsbesluiten daarmee inconsistent was, was het risico op rechtsonzekerheid bij de openbare aanbiedingen in afwachting van de omzetting van de Prospectusrichtlijn reëel. Om deze reden heeft de CBFA de beslissing genomen om in tussentijd uitgevende instellingen en aanbieders de mogelijkheid te geven om zich op een aantal bepalingen van het Europese prospectusregime rechtstreeks te beroepen, en bovenal dat aldus formeel te bevestigen in een communicatie van 16 juni 2005¹²⁸⁸. In de praktijk heeft deze noodregeling – hoewel o.i. theoretisch bekritiseerbaar¹²⁸⁹ – tot relatief weinig problemen aanleiding gegeven¹²⁹⁰.

¹²⁸⁷ Bij dat laatste wordt abstractie gemaakt voor de rechtstreeks toepasselijke Europese instrumenten, zoals de Prospectusverordening.

¹²⁸⁸ Zie de communicatie van de CBFA van 16 juni 2005, “Prospectusrichtlijn: Mededeling van de CBFA over het met ingang van 1 juli 2005 nieuwe beleid voor de behandeling van dossiers over openbare aanbiedingen en toelatingen tot de verhandeling op een gereguleerde markt”, in het bijzonder 4-5. Zie hieromtrent : P. DELLA FAILLE, “La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier”, *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38, op 3 : “[...] la CBFA avait déjà, à compter de cette même date du 1er juillet 2005, décidé d’appliquer in extenso les dispositions de la Directive qui n’étaient pas encore transposées en droit belge à cette date et qui conféraient des droits aux justiciables sans alourdir leurs obligations”.

¹²⁸⁹ Voor een kritische bespreking hiervan, zie J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 190-191. Deze auteurs menen, ten eerste, dat te trage wetgeving de Belgische reputatie kan schaden. De memorie van toelichting stelt letterlijk dat: “De Regering stelt dan ook voor om de wet van 22 april 2003 tijdelijk te behouden voor wat de bepalingen over de openbare overnameaanbiedingen betreft” (Memorie van Toelichting Prospectuswet, 90), alsof het een verre toekomst betrof. De auteurs stellen dat : “[d]e wetgever zou moeten begrijpen dat een snel en doortastend wetgevend optreden – zelfs indien beperkt tot een letterlijke omzetting van de richtlijnen – een marktvoordeel kan opleveren. En dat het omgekeerde leidt tot averij aan de Belgische markt reputatie”. Een tweede punt van kritiek is van technische aard. De Raad van State had er in zijn advies sterk op aangedrongen dat een opsomming zou worden gegeven van de bepalingen van de voorheen geldende wet van 22 april 2003 die opgeheven werden (Advies van de Raad van State nr. 39.529/2 van 4 januari 2006, Memorie van Toelichting Prospectuswet, 204-223, 206), hetgeen door de wetgever slechts gedeeltelijk werd gevolgd. De wetgever stelde dat “[i]n antwoord op de vrees van de Raad van State dat de rechtszekerheid van deze formule op de helling komt, stelt de Regering voor om

in het wetsontwerp uitdrukkelijk te bepalen dat de wet van 22 april 2003 niet langer van toepassing is op [...]. De Regering is van oordeel dat de rechtszekerheid aldus volledig is gewaarborgd” (Memorie van Toelichting Prospectuswet, 90). De wetgever meende dat het volstond om in de Prospectuswet – en

dus niet in de wet van 22 april 2003 zelf – toe te voegen dat “voortaan” de wet van 22 april 2003 niet langer van toepassing zal zijn op (1) de openbare aanbiedingen tot verkoop van of tot inschrijving op effecten, (2) de toelatingen tot de verhandeling van effecten op een Belgische georganiseerde markt die voor het publiek toegankelijk is, (3) de openbare voorstellen om informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken in verband met al dan niet reeds uitgegeven effecten die het voorwerp uitmaken of zullen uitmaken van een al dan niet openbare aanbieding. De auteurs menen dat dit wetstechnisch niet in regel is : de bepalingen van de wet van 22 april 2003 worden immers aan de kant geschoven zonder formeel opgeheven te zijn zodat hier in wezen toepassing wordt gemaakt van het *lex posterior derogat priori* principe, wat gezien de wetgever, als enige in Europa, een jaar meer dan toegelaten de tijd heeft genomen om de Prospectusrichtlijn om te zetten, niet alleen slordig wetgevend werk is, maar ook wetstechnisch problematisch is. De opheffing in artikel 79 Prospectuswet geldt namelijk enkel voor “effecten” in de zin van de Prospectuswet, hetgeen betekent dat de opheffing niet geldt voor onder meer openbare aanbiedingen van effecten (in de zin van de wet van 22 april 2003) die wel beleggingsinstrumenten, maar geen effecten zijn in de zin van de Prospectuswet.

¹²⁹⁰ Tussen juli 2005 en juli 2006 vonden in België een aantal IPO’s plaats (Telenet, ARKImedes, Zetes, ThromboGenics), waarvan sommige

302. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE PROSPECTUSWET VAN 16 JUNI 2006. In het kader van de Belgische omzettingswerkzaamheden werd de vrees uitgedrukt dat de toenmalige wet van 22 april 2003 zou blijven bestaan en samen met de “nieuwe” Prospectuswet zou resulteren in een “mozaïek [...] van verschillende toepasselijke regelgeving”¹²⁹¹. De Belgische wetgever heeft zulk mozaïek trachten te vermijden door de meeste bepalingen van de wet van 22 april 2003 op te heffen. Dat was verrassend : deze wet werd immers amper enkele jaren geleden aangekondigd als een “moderne wettekst” die de versnipperde “deels verouderde wetteksten die gekenmerkt worden door een gebrek aan transparantie en leesbaarheid” samenbracht in “een nieuw en methodisch geordend geheel”¹²⁹², en dit onder meer voor alle aspecten die betrekking hadden op de aanbiedingen tot verkoop en tot inschrijving alsook op de toelatingen tot de verhandelingen. De wet van 22 april 2003 werd door de Prospectuswet uitgekled en “tijdelijk”¹²⁹³ – nogal symbolisch – behouden voor de openbare overnamebiedingen¹²⁹⁴. De omzetting van de Overnamerichtlijn van 21 april 2004 in de wet van 1 april 2007 betekende het definitieve einde van de wet van 22 april 2003¹²⁹⁵.

303. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – ART. 438 W. VENN. Naast de Prospectuswet moet rekening gehouden worden met andere bronnen van intern Belgisch recht. Zo betreffen een aantal bepalingen van het Wetboek Vennootschappen weliswaar niet zozeer de prospectusplicht zelf, maar regelen ze wel de gevolgen ervan¹²⁹⁶ : een naamloze vennootschap wordt immers geacht “een openbaar beroep op het

rechtstreeks op grond van de Prospectusrichtlijn zijn goedgekeurd (m.n. de IPO van ARKImedes-Fonds NV in september 2005).

¹²⁹¹ D. VAN EENNOO, “De openbare uitgifte van effecten en de prospectusplicht – De wet van 22 april 2003 – Knelpunten inzake het toepassingsgebied”, *T. Fin. R.*, 2005, 1126, 1136; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 170.

¹²⁹² Citaten uit de memorie van toelichting bij het wetsontwerp van 26 november 2002 betreffende de openbare aanbiedingen van effecten, Parl. St. Kamer, 2002-03, 50-2148 (de “Memorie van Toelichting bij de wet van 22 april 2003”), op 5 en 6. Zie tevens G. T’JONCK, “Codificatie van de wetgeving op de openbare aanbidding van effecten (wetten van 22 april 2003 en 3 mei 2003)”, *Bank. Fin. R.*, 2003, 317-321; J. NELISSEN GRADE en B. DE VOS, “Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus”, *T. Fin. R.*, 2005, 1138, 1138-9; D. MEULEMANS en Ch. CALLENS, “Krachtlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten”, *T. Fin. R.*, 2005, 1106, 1110; D. VAN EENNOO, “De openbare uitgifte van effecten en de prospectusplicht – De wet van 22 april 2003 – Knelpunten inzake het toepassingsgebied”, *T. Fin. R.*, 2005, 1126, 1126-7 en 1136.

¹²⁹³ M.v.T. Prospectuswet, 90.

¹²⁹⁴ *Idem*, 10.

¹²⁹⁵ Art. 21.1 richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb. L.*, 30 april 2004, afl. 142, 12. Zie art. 75, tweede lid wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *B.S.*, 26 april 2007. Zie daaromtrent (onder meer, en zonder verwijzing naar de doctrine met betrekking tot de daarvoor geldende overnamewetgeving) A. BRUYNEEL, “Le droit des O.P.A. en 2007”, *J.T.*, 2007, afl. 6277, 569-583; P. CALLENS, “Openbaar bod: de aanpassing van de Belgische regelgeving aan de 13de Richtlijn”, *T. Fin. R.*, 2007, afl. 3, 132-195; F. PARREIN, “De nieuwe wetgeving ‘openbaar bod’: een overzicht”, *TVW*, 2007, afl. 3, 318-326; C. VAN ACKER, “Art. 49-57 K.B. 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen”, in : X., *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.; M. FYON, “La réforme du droit des offres publiques d’acquisition”, *Bank Fin. R.*, 2007, deel 1: afl. 4, 242-280, deel 2: afl. 5, 295-333; M. FYON en P. WAUTELET, “Le champ d’application, les questions de droit international privé et le prospectus”, in : Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT en P. HAMER (eds.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d’acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007 (385 p.), 53-93; H. LAGA, en E. LEROUX, “Overgangsregeling voor deelnemingen met zeggenschap in de nieuwe openbaarbodswetgeving”, *T.R.V.*, 2008, afl. 1, 3-16; X. DIEUX en D. WILLERMAIN, “Les O.P.A. obligatoires en droit belge et européen après la directive du 21 avril 2004 et la loi du 1er avril 2007 (y compris les règles transitoires)”, *Rev. prat. soc.*, 2007, afl. 1, 7-114; T. BOEDTS en F. JENNE, “De nieuwe regels inzake het vrijwillig openbaar bod”, *T.R.V.*, 2007, afl. 8, 577-631; D. VAN GERVEN en N. DE CROMBRUGGHE, “Het verplicht openbaar bod”, *T.R.V.*, 2008, afl. 4, 217-241; P. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE en R. JAFFERALI, *Les offres publiques d’acquisition. Le nouveau régime*, Brussel, Larcier, 2008 (448 p.); Y. DE CORDT en G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008 (381 p.); H. DEWULF en Ch. VAN DER ELST, *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (420 p.).

¹²⁹⁶ Vgl. K. GEENS, “Een onderwijsleerplan vennootschapsrecht: horizontaal of vertikaal?”, Y. POULLET, P. WERY, P. WYNANTS (eds.), *Liber Amicorum Michel Coipel*, Brussel, Kluwer, 2004 (841 p.), 599, op 604 : “Uiteindelijk zal het vennootschapsrecht zo zelfs in de ban

spaarwezen te doen of gedaan te hebben” wanneer zij een openbaar beroep heeft gedaan op het spaarwezen in België of in het buitenland via een openbaar aanbod tot inschrijving, een openbaar aanbod tot verkoop, een openbaar aanbod tot omruiling of via de opnemingsnotering in de zin van artikel 4 [W. Venn.]¹²⁹⁷ van obligaties of effecten die al dan niet het kapitaal vertegenwoordigen en al dan niet stemrecht verlenen, alsook van effecten die recht geven op inschrijving op of verwerving van dergelijke effecten of op omzetting in dergelijke effecten¹²⁹⁸. Tengevolge van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen werd art. 438 W. Venn. gewijzigd¹²⁹⁹ en worden criteria ter bepaling van het “openbaar karakter” voor de doeleinden van art. 438 W. Venn. grotendeels afgestemd op de Prospectuswet¹³⁰⁰. Zo bestaat op heden de verplichting om zich te doen inschrijven op een lijst van vennootschappen die een openbaar beroep doen of gedaan hebben op het spaarwezen. Dergelijke lijst, die gehouden wordt door de CBFA, zal worden afgeschaft¹³⁰¹. Een naamloze vennootschap die een

graken van het financieel recht : de vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan gaat integraal deel uitmaken van de hoofdcategorieën van het vennootschapsrecht”.

¹²⁹⁷ Art. 4 W. Venn. definieert “genoteerde vennootschappen” als vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt in de zin van artikel 2, 3°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. Zie, voor een historische contextualisering, K. GEENS, “Overpeinzingen bij bijna een halve eeuw vennootschapsrecht”, *T.P.R.*, 2001, 69-84, op 75. Zie verder K. BYTTEBIER, “Artikelsgewijze commentaar bij Art. 4 W. Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.

¹²⁹⁸ Over deze bepaling werd overvloedig geschreven. Voor een algemeen overzicht zie D. NAPOLITANO, “Artikelsgewijze commentaar bij Art. 438 W. Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl. Voor meer gedetailleerde besprekingen zie onder meer K. GEENS, “De wijziging van controle in een vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan. Hoofdstuk 3 K.B. 8 november 1989”, *T.R.V.*, 1990, 102-119; A. BRUYNEEL, “Les offres publiques d’acquisition. Réforme de 1989”, *J.T.* 1990, deel 1: 141-160, slot: 165-183; J. NELISSEN GRADE, “Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B.” in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, Kalmthout, Biblo, 1991 (348 p.), 69 e.v.; D. VAN GERVEN, “Omschrijving van vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan”, *T.R.V.*, 1993, 397-404; D. VAN GERVEN, “De regels voor vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan”, *R.W.*, 1994-95, 65-90; K. GEENS, “De fundamenten van het vennootschapsrecht dooreengeschied vóór de eeuwwende” in: Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe vennootschapswetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995 (372 p.), 13-60; B. TILLEMANS, “De wijzigingen in de nieuwe Vennootschappenwet met betrekking tot de algemene vergaderingen” in: Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe vennootschapswetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995 (372 p.), 225-236; V. DE SCHRYVER, “De vennootschap die een openbaar beroep doet of heeft gedaan op het spaarwezen” in: H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH, *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, Antwerpen, Maklu, 1996 (507 p.), 71-98; M. TISON, “Strafrechtelijke aspecten van het beroep op het spaarders- en beleggerspubliek”, *T.B.H.* 1997, 45-92; M. TISON, “Algemene financieelrechtelijke aspecten van de financiële participatie” in: X., *Financiële participatie door werknemers: de Wet van 22 mei 2001*, Antwerpen, Kluwer, 2001 (240 p.); C. CLOTTENS, “De notie ‘openbaar beroep op het spaarwezen’ en de toepassing van de reglementering inzake openbare overnameaanbiedingen”, *T.R.V.*, 2005, afl. 5, 335-338 (Noot onder Brussel (8e k.), 1 juli 2005, *T.R.V.*, 2005, afl. 5, 329).

¹²⁹⁹ Art. 59 van deze wet was aanvankelijk nog niet in werking getreden, zoals bleek uit art. 58 van het koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen : “Delen I en II en de artikelen 58, 60, 62 tot 77 van de wet evenals dit besluit treden in werking op 1 september 2007”. Art. 5 van het koninklijk besluit van 9 september 2008 tot wijziging van het koninklijk besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen en houdende diverse bepalingen (*B.S.* 1 oktober 2008) bepaalt echter dat voormeld art. 59 in werking treedt. Volgens het verslag aan de Koning bij het koninklijk besluit van 9 september 2008 dat : “[...] het gepast voor[komt] om ook voor de toepassing van artikel 438 W.Venn. aan te knopen bij de criteria uit de wet van 16 juni 2006”.

¹³⁰⁰ Cf. art. 1 van het koninklijk besluit van 9 september 2008 tot wijziging van het koninklijk besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen en houdende diverse bepalingen, dat art. 202 van het koninklijk besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen worden de volgende wijzigingen aangebracht, als volgt wijzigt: “Het openbare karakter van een aanbod in België tot inschrijving, tot verkoop of tot omruiling in de zin van artikel 438, eerste lid, van het Wetboek van vennootschappen wordt vastgesteld overeenkomstig artikel 3 van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt. In afwijking van het eerste lid, wordt een aanbod uitsluitend bestemd voor de huidige of vroegere personeelsleden of huidige of vroegere bestuurders van de vennootschap of van met haar verbonden ondernemingen geacht niet openbaar te zijn voor de toepassing van artikel 438, eerste lid, van het Wetboek van vennootschappen”.

¹³⁰¹ Art. 59 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen. Zie in dit verband Memorie van Toelichting, Wetsontwerp op de

openbaar beroep op het spaarwezen doet of gedaan heeft, zal in haar statuten deze hoedanigheid vermelden en, zo nodig, haar statuten aanpassen aan de voor dergelijke vennootschappen geldende bepalingen; de akte van statutenwijziging moet de elementen bevatten waaruit blijkt dat zij deze hoedanigheid heeft verworven¹³⁰².

304. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – KONINKLIJK BESLUIT VAN 31 OKTOBER 1991. In de Prospectuswet werden een aantal volmachten gegeven aan de Koning. Voor wat betreft het niet-geharmoniseerd gebied¹³⁰³ bepaalt de Prospectuswet dat de “Koning kan, bij besluit genomen na advies van de CBFA [...] de minimuminhoud bepalen van het prospectus en van de eventuele aanvullingen hierop en daarbij, in voorkomend geval, een onderscheid maken naar het type verrichting, beleggingsinstrument, uitgevende instelling of markt”¹³⁰⁴. Deze machtigingsbepaling neemt artikel 15 over van de wet van 22 april 2003 over¹³⁰⁵ dat ten uitvoer is gelegd door het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare uitgifte van effecten en waarden¹³⁰⁶. De schema’s in dit koninklijk besluit blijven dus voorlopig van toepassing tot de Koning schema’s opstelt die specifiek zijn afgestemd op de niet-geharmoniseerde verrichtingen¹³⁰⁷. De

openbare overnamebiedingen, *Parl. St.* 51, 2834/001, 5 januari 2007, 41 : “De afschaffing is ingegeven door de beperkte waarde van deze lijst, met name een louter declaratieve waarde, door het ontbreken van een werkelijke controlebevoegdheid in hoofde van de CBFA over deze vennootschappen alsook door de betrachting om de administratieve lasten te vereenvoudigen”.

¹³⁰² Nieuw art. 438, tweede lid, W. Venn. Memorie van Toelichting, Wetsontwerp op de openbare overnamebiedingen, *Parl. St.* 51, 2834/001, 5 januari 2007, 41 : Er wordt voorgesteld dat in de akte van statutenwijziging de elementen worden opgenomen die aanleiding hebben gegeven tot de verwerving van de hoedanigheid. Dit kan op verschillende manieren bewezen worden, zoals het feit dat een prospectus werd opgesteld en goedgekeurd door de CBFA, het feit dat publiciteit werd gevoerd in de kranten... Door de verplichting te voorzien om in de notariële akte deze elementen op te nemen, worden alle actoren geresponsabiliseerd; er moet immers vermeden worden dat deze hoedanigheid onterecht wordt aangenomen gezien ze bepaalde rechtsgevolgen heeft en toegang verleent tot een openbaar uitkoopbod”.

¹³⁰³ Wat betreft het geharmoniseerd deel van de Prospectuswet, worden machtigingen aan de Koning gegeven in de artt. 10, §2, 15, §2, §4 en §5, art. 19 en 58, §4 Prospectuswet. Zie tevens art. 140 Prospectuswet : “De Koning kan bij een besluit vastgesteld na overleg in de Ministerraad, op advies van de CBFA, overgaan tot het treffen van maatregelen voor de omzetting van de dwingende bepalingen die voortvloeien uit internationale verdragen of uit krachtens dergelijke verdragen genomen

internationale akten, alsook tot het treffen van de aanpassingsmaatregelen die nodig zijn geworden als gevolg van de goedkeuring van dergelijke internationale akten, met betrekking tot de materies die bij deze wet worden geregeld. [...] De ter uitvoering van het eerste lid genomen koninklijke besluiten worden van rechtswege opgeheven wanneer zij niet bij wet zijn bekrachtigd binnen vierentwintig maanden na hun bekendmaking in het Belgisch Staatsblad”.

¹³⁰⁴ Art. 46, 1° Prospectuswet.

¹³⁰⁵ Zie de opgeheven tekst van art. 15 wet van 22 april 2003 : “De Koning kan, bij besluit genomen na advies van de [CBFA] : [...] de minimuminhoud bepalen van het prospectus en de aanvullingen of bijwerkingen, alsook van de berichten, reclamemiddelen of andere stukken die de verrichting aankondigen, aanbevelen of er betrekking op hebben [...]”. Deze bepaling was reeds een herneming van de regeling die besloten was in het art. 29bis, 1° en 4° van het K.B. nr. 185. Ook bij de totstandkoming van de wet van 22 april 2003 werd reeds gesteld dat : “De uitvoeringsbesluiten genomen in uitvoering van deze laatste bepaling blijven dan ook gehandhaafd [...]. Het betreft het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare uitgifte van effecten en waarden en het koninklijk besluit van 18 september 1990 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd voor de opneming van effecten in de eerste markt van een effectenbeurs” (zie Memorie van Toelichting Wet van 22 april 2003, op 18 (zie tevens op 11, i.v.m. art. 3 en op 22, i.v.m. art. 19)).

¹³⁰⁶ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 16 en 63-64.

¹³⁰⁷ De Memorie van Toelichting haalt daartoe aan dat “Krachtens een vaste cassatierechtspraak (Cass., 15 oktober 1973, *Pas.* 1974, I, 165; Cass., 24 januari 1966, *Pas.*, I, 664) blijven de besluiten genomen ter uitvoering van een opgeheven wetsbepaling immers gelden voorzover een nieuwe wet de essentie

van de opgeheven bepaling herneemt en er geen fundamentele wijzigingen in aanbrengt. In dit geval is aan deze voorwaarden voldaan” (Memorie van Toelichting Prospectuswet, 16, voetnoot 9). De Memorie van Toelichting Prospectuswet bepaalt verder dat : “De in het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 vermelde vrijstellingen die niet overlappen met de in artikel 18 van de wet vermelde vrijstellingen zullen dus van toepassing blijven bij niet-geharmoniseerde openbare aanbiedingen (met andere woorden, bij openbare aanbiedingen van effecten waarvan de totale tegenwaarde tussen 100.000 euro en 2.500.000 euro bedraagt, alsook bij aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die geen effecten zijn). Zo kan de CBFA bijvoorbeeld een volledige of gedeeltelijke vrijstelling van de prospectusplicht blijven verlenen bij openbare aanbiedingen aan het personeel (artikel 10, c), van het koninklijk besluit van 31 oktober 1991) die niet geharmoniseerd zijn en in

schema's van het Koninklijk besluit zullen evenwel niet van toepassing zijn op geharmoniseerde prospectussen : deze moeten immers volgens art. 26 Prospectuswet exclusief opgesteld worden op basis van de Prospectusverordening¹³⁰⁸. Om deze reden bleven ook de bepalingen van het Koninklijk besluit van 18 september 1990 niet meer behouden in de nieuwe regeling, omdat deze verrichtingen betroffen die door de Prospectusrichtlijn werden geharmoniseerd¹³⁰⁹.

305. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – KONINKLIJK BESLUIT VAN 26 SEPTEMBER 2006. Op basis van een andere volmacht – met name deze besloten in art. 10, §2 Prospectuswet¹³¹⁰ – werd een Koninklijk besluit van 26 september 2006 tot uitbreiding van het begrip gekwalificeerde belegger en het begrip institutionele of professionele belegger uitgevaardigd¹³¹¹. Hierop wordt uitvoerig ingegaan in Hoofdstuk 3 van dit Deel.

306. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – KONINKLIJK BESLUIT VAN 17 MEI 2007. Minder dan een jaar na de afkondiging van de Prospectuswet werd ten slotte een Koninklijk besluit “betreffende de primaire marktpraktijken” uitgevaardigd (dat zelf na nog eens een jaar werd gewijzigd)¹³¹². Dit koninklijk besluit is *niet* een implementatie van de Prospectusrichtlijn – en valt daarom buiten het voorwerp van ons onderzoek – maar heeft wel een zekere impact op het geharmoniseerde domein. Er worden vier thema's aangesneden die gelieerd zijn aan de prospectusreglementering : de problematiek van de billijke behandeling van de particuliere beleggers (afdeling III van het koninklijk besluit), de overinschrijvingsfaciliteit, de greenshoe-optie en de bijstelling van het aantal aangeboden aandelen (afdeling IV), het verbod om voordelen toe te kennen tijdens de periode voorafgaand aan een openbare aanbidding (afdeling V) en de openbare verspreiding van informatie over de omvang van de vraag tijdens of na afloop van de openbare aanbidding (afdeling VI)¹³¹³. De afdeling die de billijke behandeling van beleggers beoogt te garanderen, vormt de hoofdmoot¹³¹⁴ van het K.B. en bevat onder

verband waarmee nog geen vrijstelling van de prospectusplicht is verleend met toepassing van artikel 18 (bijvoorbeeld wanneer een werkgever waarvan de effecten niet zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, aandelen aanbiedt aan zijn werknemers, en de totale tegenwaarde van die aanbidding minder dan 2.500.000 euro bedraagt). De Koning kan de lijst van vrijstellingen waarvan sprake in het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 later vanzelfsprekend nog wijzigen of aanvullen” (Memorie van Toelichting Prospectuswet, 44). Zie tevens P. LEFEBVRE, Inleiding bij het K.B. 7 juli 1999, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.

¹³⁰⁸ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 50.

¹³⁰⁹ Idem. Zie tevens Memorie van Toelichting Prospectuswet, 64 : “De machtiging aan de Koning waarvan sprake in artikel 46 van de wet zou daarentegen geen nieuwe wettelijke basis kunnen vormen voor de schema's en afwijkingmogelijkheden waarvan sprake in het koninklijk besluit van 18 september 1990. De machtiging in artikel 46 betreft immers uitsluitend verrichtingen die niet worden geharmoniseerd door de Prospectusrichtlijn. Welnu, het koninklijk besluit is van toepassing op effecten waarvoor de toelating tot de verhandeling op de eerste markt van een effectenbeurs, met name een gereguleerde markt, wordt aangevraagd. Dat zijn verrichtingen die door de Prospectusrichtlijn worden geharmoniseerd. Bijgevolg zal het koninklijk besluit van 18 september 1990 door deze wet worden opgeheven”.

¹³¹⁰ Voor de volledigheid zie tevens art. 81 Prospectuswet.

¹³¹¹ Via dit Koninklijk Besluit worden “alle andere rechtspersonen dan bedoeld in artikel 10, § 1, van de wet van 16 juni 2006, die hun statutaire zetel in België hebben en niet voldoen aan ten minste twee van de drie criteria bedoeld in artikel 10, § 1, c), van de wet van 16 juni 2006” – of, kort gezegd, Belgische KMO's – erkend als gekwalificeerde belegger indien zij de CBFA uitdrukkelijk verzoeken te worden erkend als gekwalificeerde belegger in de zin van de wet van 16 juni 2006 en worden opgenomen in het register dat de CBFA daartoe heeft aangelegd. Zie art. 2 jo artt. 4 en 5 K.B. 26 september 2006. We komen hierop uitgebreid terug bij de analyse van de vrijstelling voor gekwalificeerde beleggers.

¹³¹² Van een behoorlijke reglementering gesproken... Volgens het verslag aan de Koning zijn de wijzigingen “ingegeven door de eerste ervaringen met de toepassing van dit besluit” (Koninklijk besluit van 30 juli 2008 van het koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken, *B.S.* 25 augustus 2008).

¹³¹³ Zie het verslag aan de Koning bij dit Koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken.

¹³¹⁴ Zie echter eveneens de voor de praktijk belangrijke bepalingen inzake de overinschrijvingsfaciliteit en de greenshoe-optie (artt. 9 en 10), inzake het prijsvormingsproces (art. 11) en de openbare verspreiding van informatie over de omvang van de vraag tijdens of na afloop van de openbare aanbidding (art. 12).

meer de principiële verplichting¹³¹⁵ dat elke openbare aanbieding van financiële instrumenten met een aandelenkarakter¹³¹⁶ die niet beperkt is tot een specifieke groep beleggers, *minimaal een schijf van 10 % van de aangeboden financiële instrumenten moet voorzien die bestemd voor alle beleggers met uitzondering van de beleggers bedoeld in artikel 10, § 1, a) en b) van de wet van 16 juni 2006, of van de beleggers die deelnemen aan de procedure voor de samenstelling van een orderboek, ingeval een dergelijke procedure wordt gevolgd voor de openbare aanbieding*”; *voorbehouden aan de particuliere beleggers*¹³¹⁷. Het besluit was eerst van toepassing op alle openbare aanbiedingen van financiële instrumenten op het Belgisch grondgebied, voor zover voor die openbare aanbiedingen de wettelijke prospectusplicht gold met toepassing van de wet van 16 juni 2006¹³¹⁸. Echter, in een open consultatie die door de CBFA in maart en april 2008 werd georganiseerd, en die heeft geleid tot de wijzigingen in een koninklijk besluit van 30 juli 2008, werd het toepassingsgebied van deze regeling ingeperkt tot aanbiedingen op Belgisch grondgebied waarvoor de publicatie is vereist van een prospectus dat vooraf door de CBFA is goedgekeurd (en dus niet meer de aanbiedingen die in België plaatsvinden op grond van een Europees paspoort)¹³¹⁹.

2.3.2. De omzettingsbenadering in Nederland

307. OMZETTINGSPROCES. Vóór 1 juli 2005 had de AFM geen wettelijke grondslag om een prospectus goed te keuren¹³²⁰. Enerzijds moest een prospectus in het kader van toelating tot de handel op Euronext Amsterdam door deze geregementeerde markt zelf getoetst en goedgekeurd worden¹³²¹. Anderzijds diende voor het buitenbeurs-segment het prospectus een specifieke accountantsverklaring te bevatten en bij de AFM gedeponeerd – en niet goedgekeurd – te worden. De Prospectusrichtlijn vergde derhalve een substantiële aanpassing van de Nederlandse wetgeving. Bij de omzetting speelde voor de Nederlandse wetgever sterk de idee om een “level playing field” te creëren¹³²². Een omzetting die

¹³¹⁵ De CBFA kan evenwel een “behoorlijk gemotiveerde afwijking” verlenen (zie art. 4 K.B. 17 mei 2007).

¹³¹⁶ Deze beperking werd ingevoegd via artt. 2, 1° en 2, 3° van het koninklijk besluit van 30 juli 2008 tot wijziging van het koninklijk besluit van 17 mei 2007.

¹³¹⁷ Art. 4 K.B. 17 mei 2007 voorzag aanvankelijk dat bij elke openbare aanbieding minimaal een schijf van 10 % van de aangeboden financiële instrumenten moet worden “voorbehouden aan de particuliere beleggers”. Particuliere beleggers worden gedefinieerd als “natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn in de zin van artikel 10 van de wet van 16 juni 2006” (art. 1, 16° K.B. 17 mei 2007). In de verder geciteerde open consultatie werd evenwel voorgesteld om deze definitie uit te breiden tot de de K.M.O.’s die geopteerd hebben voor het statuut van gekwalificeerde belegger op voorwaarde dat zij, gezien hun omvang, niet in aanmerking komen om deel te nemen aan het boekbuildingproces (zie CBFA, Open raadpleging – Voorstellen tot wijziging van het koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken, maart-april 2008, op 1), hetgeen uiteindelijk werd opgenomen in art. 2 van het koninklijk besluit van 30 juli 2008 tot wijziging van het koninklijk besluit van 17 mei 2007. Op de definitie van “gekwalificeerde beleggers” wordt in detail ingegaan in *Deel 2, Hoofdstuk 3*.

¹³¹⁸ Art. 2 K.B. 17 mei 2007.

¹³¹⁹ Zie CBFA, Open raadpleging – Voorstellen tot wijziging van het Koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken, maart-april 2008, op 1. Art. 1 van het koninklijk besluit van 30 juli 2008 tot wijziging van het koninklijk besluit van 17 mei 2007.

¹³²⁰ AFM (R. VERHOEVEN), “Een jaar prospectustoezicht”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.), 23. Zie tevens, in meer detail, *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2* (in het bijzonder 2.3.2).

¹³²¹ Idem, 23. Daarnaast gold voor aanbiedingen van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen ingevolge de Wet toezicht beleggingsinstellingen (‘Wtb’) nog een eigen regime, waarbij wederom de AFM toezichthouder was en de accountant een mededeling op het prospectus afgaf. Om deze reden werd het emissietoezicht “driedelig” genoemd (zie A. VAN TIJUM EN A.Q.R. PAIJMANS, “Toezicht van de AFM op aanbiedingen van effecten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, september 2005 (8/9), 232-239, 234). De gevolgen van de wijzigingen bij de omzetting van de Prospectusplicht, de Richtlijn Marktmissbruik en de Transparantierichtlijn werden toegelicht in G.M. WARRINGA en D.A.F. VAN DER STAM, “Euronext Amsterdam – De nieuwe beursregels”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, R2005, nr. 8, 240, zie o.m. 247: “Op dat moment heeft de beurs nagenoeg al haar toezichthoudende taken overgedragen aan AFM. Een van de gevolgen daarvan is dat haar relatie met de uitgevende instellingen verder normaliseert, namelijk tot een relatie die contractueel en commercieel van aard is”.

¹³²² Cf. “De leden van de fracties van het CDA en de VVD merken op dat de prospectusrichtlijn is gebaseerd op het principe van totale

ruimer is dan wat strikt noodzakelijk is onder de Prospectusrichtlijn, werd niet wenselijk geacht¹³²³. Deze aanpassing werd, om de omzettingsdeadline te halen¹³²⁴, in twee stadia doorgevoerd.

308. OMZETTINGSPROCES – EERSTE STADIUM. In een eerste stadium werden de bepalingen uit de Prospectusrichtlijn als “noodverband”¹³²⁵ opgenomen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (de Wte 1995)¹³²⁶ en haar uitvoeringsmaatregelen, zijnde het Besluit toezicht effectenverkeer 1995¹³²⁷ en de Vrijstellingsregeling 1995¹³²⁸, waarbij de bestaande systematiek en terminologie van de Wte 1995 gehandhaafd werden¹³²⁹. Hoewel de AFM¹³³⁰, diverse advocatenkantoren¹³³¹, de Nederlandse

harmonisatie. Dit houdt in dat lidstaten geen ruimte hebben om naast de voorschriften die zijn opgenomen in de prospectusrichtlijn en de prospectusverordening, nationale voorschriften te stellen die verband houden met de inhoud van het prospectus” (Wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 ter implementatie van richtlijn nr. 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie 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 (PbEU L 345) en tot uitvoering van verordening nr. 809/2004 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (PbEU L 149), Verslag, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004–2005*, 30 013, nr. 7, 2).

¹³²³ Idem.

¹³²⁴ T. VAN WIJNGAARDEN, “IFRS-verslaggeving in prospectussen”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 108; E.M. DEERENBERG EN J.Z. HAVERS, “Implementatie van de prospectusrichtlijn: wijzigingen van Wte 1995 en Bte 1995 (1)”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 6, 159, 160; J.P. FRANX, “The Netherlands”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 242, 243.

¹³²⁵ AFM (R. VERHOEVEN), “Een jaar prospectustoezicht”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.), 22-23, op 22. Zie tevens P. SCHÜTTE, “Tijdelijke implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wte 1995”, *Vennootschap & Onderneming*, 2005, nr. 6, 111, op 114: “De implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wte 1995 is een tijdelijke oplossing”; E.M. DEERENBERG EN J.Z. HAVERS, “Implementatie van de prospectusrichtlijn: wijzigingen van Wte 1995 en Bte 1995 (2)”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 11, 335, op 340; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “De Wft : Opzij opzij opzij we hebben vreselijke haast!”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 125, 130-131.

¹³²⁶ Wet van 16 november 1995, houdende het opnieuw vaststellen van de Wet toezicht effectenverkeer in verband met de uitvoering van de richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten en van de richtlijn betreffende de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.

¹³²⁷ Besluit van 8 december 1995, houdende uitvoering van de artikelen 3, tweede lid, onder b en c, 5, eerste lid, tweede volzin, 7, vierde lid, 11, eerste lid, en 17, eerste lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995.

¹³²⁸ Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995. Zie P. SCHÜTTE, “Tijdelijke implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wte 1995”, *Vennootschap & Onderneming*, 2005, nr. 6, 111, op 111 : “Tot inwerkingtreding van de Wft wordt de Prospectusrichtlijn geïmplementeerd in de hiertoe te wijzigen Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) en de Vrijstellingsregeling Wte 1995. De wijzigingen moeten ervoor zorgen dat de bepalingen uit de Prospectusrichtlijn tijdig geïmplementeerd zijn in onze nationale wetgeving. Tijdige implementatie is niet alleen belangrijk om aan de in de Prospectusrichtlijn bepaalde omzettingstermijn te voldoen, maar ook van belang voor de totstandkoming van de interne kapitaalmarkt binnen de Europese Unie”.

¹³²⁹ Kamerstukken II 2004/05, 30.013, nr. 3, 2. Zie tevens P. SCHÜTTE, “Tijdelijke implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wte 1995”, *Vennootschap & Onderneming*, 2005, nr. 6, 111, op 112.

¹³³⁰ Ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995: AFM (S.J. MAIJOOR EN A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN), Brief dd. 15 april 2005 (3 p.).

¹³³¹ Ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995: STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER EN R. RAAS), Brief dd. 1 april 2005 (13 p.); NAUTA DUTILH (J.P. FRANX EN P. ZIJP), Brief dd. 28 maart 2005 (4 p.); LOYENS & LOEFF (P.E.B. CORTEN, C.W.M. LIEVERSE EN M. VAN SCHUPPEN), Brief dd. 29 maart 2005 (9 p.); ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van de Vrijstellingsregeling 1995: STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER, D. VAN EVERDINGEN, R. RAAS), Brief dd. 19 juni 2005 (4 p.); ALLEN & OVERY (T. STEVENS EN S. TEERINK), Brief dd. 20 juni 2005 (5 p.); CLIFFORD CHANCE (E. VAN KRANENBURG), Brief dd. 20 juni 2005 (6 p.); NAUTA DUTILH (J.P. FRANX), Brief dd. 16 juni 2005 (5 p.).

Vereniging van Banken¹³³² en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen¹³³³ alsook Euronext Amsterdam¹³³⁴ werden geconsulteerd, blijkt uit de timing dat in dit eerste stadium met een substantieel aantal technische opmerkingen van deze partijen geen rekening werd gehouden. Niettemin kon de AFM terecht stellen dat “[v]anuit organisatorisch oogpunt [...] de overgang naar het toezichtregime succesvol [kan] worden genoemd met als apotheose de nacht van 30 juni op 1 juli 2005”¹³³⁵. Dit werd beaamd door de praktijk¹³³⁶. Op 1 juli 2006 stond de teller op 364 goedkeuringen¹³³⁷. Bij het notificeren van prospectussen werd volgens de AFM, “in de beginperiode enige hinder ondervonden van het feit dat sommige lidstaten administratieve eisen stellen, maar inmiddels verloopt het verstrekken van kennisgevingen uitermate soepel”¹³³⁸. In een jaar tijd heeft de AFM meer dan 400 maal een prospectus genotificeerd en ook nog eens 417 notificaties ontvangen¹³³⁹.

309. OMZETTINGSPROCES – TWEEDE STADIUM. Daarnaast werd sinds 2002 ervoor gekozen om het door het Europees recht grondig gewijzigde financieel reguleringslandschap, te coördineren¹³⁴⁰. Op 1 januari 2007 werd de nieuwe wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht of Wft)¹³⁴¹ van kracht¹³⁴². Bij

¹³³² Ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995: NEDERLANDSE VERENIGING VAN BANKEN, Brief dd. 24 maart 2005 (9 p.).

¹³³³ Ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995: Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, Brief 28 maart 2005 (9 p.).

¹³³⁴ Ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995: EURONEXT AMSTERDAM, Brief dd. 23 maart 2004 (6 p.); ten aanzien van de voorgestelde aanpassingen van de Vrijstellingsregeling 1995: EURONEXT AMSTERDAM, Brief dd. 20 juni 2005 (2 p.). Behoudens dergelijke openbare consultatie, was Euronext Amsterdam ook in de voorbereidingswerkzaamheden inzake de omzetting van de Prospectusrichtlijn betrokken (AFM, *Jaarverslag 2004* (128 p.), 55).

¹³³⁵ AFM (R. VERHOEVEN), “Een jaar prospectustoezicht”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.), 22-23, op 23: “Om de overgang naar het nieuwe toezicht soepel te laten verlopen zijn in de ochtend van 1 juli 2005 in alle vroegte de eerste goedkeuringen verstrekt. Daarnaast is op de website van de AFM uitgebreide informatie gepubliceerd om de markt te informeren over de wijzigingen en procedures. Ook is in 2004 op initiatief van de AFM de werkgroep Emissies ingesteld. In deze werkgroep hebben onder meer belangenbehartigers van banken, advocatuur, overheid, accountants en Euronext Amsterdam zitting”. Zie tevens N.R. VAN DE VIJVER, “Post-PD : Een pan-Europese kapitaalmarkt?”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 335, 338.

¹³³⁶ In die zin PIM HORSTEN : “Daarom werden in de maanden voor 1 juli al concepten van prospectussen naar de AFM gestuurd, met het verzoek te beoordelen of die voldeden aan de regels zoals die – nog steeds naar verwachting – per 1 juli zouden gaan gelden. Het vreemde van die situatie was wel dat de AFM op dat moment nog helemaal geen bevoegdheid had inzake prospectussen; die zou er pas op 1 juli zijn. Vóór die datum kon de AFM dus formeel geen goedkeuring geven aan een prospectus. In de praktijk loste zich dit op doordat de AFM aangaf dat als het prospectus er op of na 1 juli zou uitzien zoals het laatste concept dat zij had gezien en waarop zij geen opmerkingen meer had, het op of na 1 juli door de AFM zou worden goedgekeurd. Dat is zeer goed gelopen. Na middernacht van 30 juni op 1 juli 2005 heeft het prospectusteam vele e-mails verzonden naar partijen die op 1 juli een goedgekeurd prospectus nodig hadden” (AFM (P. HORSTEN), “De AFM en prospectussen”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.), 24-25, op 24). Zie tevens A. VAN TIJUM EN A.Q.R. PAIJMANS, “Toezicht van de AFM op aanbiedingen van effecten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, september 2005 (8/9), 232-239, 232.

¹³³⁷ AFM (R. VERHOEVEN), “Een jaar prospectustoezicht”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.), 22-23, op 23. Dit niettegenstaande het feit dat de afdeling *Emissies* feitelijk slechts tien dossierbehandelaars kent (zie op 23).

¹³³⁸ *Idem*, 23.

¹³³⁹ *Idem*.

¹³⁴⁰ Omtrent de ontstaansgeschiedenis van de Wet Financieel Toezicht zie : C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “De Wft : Opzij opzij hebben vreselijke haast!”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 125, 126-127 e.v.

¹³⁴¹ Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden, Jaargang 2006, 475.

¹³⁴² Omtrent de Wft, zie : J.M. VAN DIJK en H.V. OPPELAAR, *Voorstel van Wet op het financieel toezicht: beschouwingen over de regulering van de financiële markten*, Nijmegen, Kluwer, 2004 (155 p.); H. VLETTER-VAN DORT, “Wet op het financieel toezicht, wonder of waanzin?”, Rede gehouden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, 3 februari 2006 : “Ik acht de kans groot dat op termijn het toezicht op de financiële markten in Nederland in plaats van op basis van de Wft op basis van Europese richtlijnen zal worden uitgeoefend. Immers, deze

de totstandkoming van de Wft is niet beoogd de normen voor het financiële toezicht te herzien; het ging de wetgever er vooral om het functionele toezichtmodel wettelijk te verankeren en de regelgeving zoveel mogelijk consistent te maken in de verschillende sectoren waarop toezicht werd gehouden¹³⁴³. De inwerkingtreding van de Wft resulteerde daarom niet alleen in de afschaffing van de Wte 1995, maar ook van een heel aantal toezichtswetten¹³⁴⁴, waardoor “[...] eenvoudig gezegd : een nieuwe rangschikking van bestaande wetgeving op een wijze die aansluit bij de gegroeide praktijk” werd beoogd¹³⁴⁵. In dezelfde optiek werden de taken van DNB (prudentieel toezicht) en die van de AFM (gedragstoezicht) zodanig gescheiden dat er in beginsel geen sprake meer zou kunnen zijn van overlapping¹³⁴⁶. Een laatste belangrijk aspect was het bieden van een goede basis voor een snelle omzetting van Europese richtlijnen¹³⁴⁷.

310. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE WFT. Deel 5 van de Wft bepaalt de regels inzake het “gedragstoezicht met betrekking tot de financiële markten”. Hoofdstuk 5.1 daarvan betreft de regels voor het aanbieden van effecten (art. 5:1 tot en met 5:25). De andere Hoofdstukken van Deel 5 regelen respectievelijk de toegang tot de Nederlandse financiële markten voor marktexploitanten en voor het exploiteren of beheren van een gereglementeerde markt¹³⁴⁸, het melden van stemrechten, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen¹³⁴⁹, de marktmisbruikregels¹³⁵⁰, de regels inzake het openbaar bod op effecten¹³⁵¹ en ten slotte regels over het toepassen van een gedragscode door institutionele beleggers¹³⁵².

eisen – zoals gezegd – steeds vaker volledige harmonisatie. Daarmee zou de Wft wel eens kunnen verworden tot een papieren tijger. De Wft is dus naar mijn mening geen wonder. Is de Wft dan waanzin? Voor wat betreft het antwoord op deze vraag verschuil ik mij graag achter Seneca die ooit zei: ‘Nooit was er een groot talent zonder een tikje waanzin’.

¹³⁴³ A. VAN TIJUM EN A.Q.R. PAIJMANS, “Toezicht van de AFM op aanbiedingen van effecten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, september 2005 (8/9), 232-239, 232; AFM (A.W. KIST), “Van het Bestuur”, *Inzicht*, nr. 13, december 2006 (32 p.), 3; zie tevens AFM (A. JONK), “De Wet op financieel toezicht: binnenkort een feit!”, *Inzicht*, nr. 11, juni 2006 (32 p.), 16-18; AFM, “Wet op het financieel toezicht”, *Inzicht*, nr. 10, maart 2006 (11 p.), 14-15; AFM, “Nieuw toezichtregime voor prospectussen”, *Inzicht*, nr. 9, september 2006 (24 p.), 10-11 (“De nieuwe vereisten op grond van de Prospectusrichtlijn kunnen een aanzienlijke verandering in de huidige werkwijze van de uitgevende instelling tot gevolg hebben. Belanghebbenden wordt dan ook aangeraden professioneel advies in te winnen met betrekking tot de nieuwe wet- en regelgeving alvorens een concept prospectus ter toetsing aan de AFM wordt voorgelegd. Hiermee wordt het risico voorkomen dat een concept prospectus dusdanig onvolledig is, dat er onwenselijk tijdverlies bij de uitgevende instelling optreedt.”); AFM (A. DOCTERS VAN LEEUWEN EN P. KOSTER), “Voorwoord bestuur”, *Inzicht*, nr. 8, december 2004 (20 p.), 3.

¹³⁴⁴ Met name de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht beleggingsinstellingen 2005, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen en de Wet financiële dienstverlening.

¹³⁴⁵ C.W.M. LIEVERSE, “Wet op het financieel toezicht – de stand van zaken”, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006, nr. 2, 35 op 37.

¹³⁴⁶ AFM (A.W. KIST), “Van het Bestuur”, *Inzicht*, nr. 13, december 2006 (32 p.), 3 (“Nu was dat in de praktijk natuurlijk al goed geregeld, maar met de Wft zal deze taakverdeling een wettelijke grondslag krijgen. De Wft vormt daarmee het sluitstuk van de invoering van het functioneel toezichtmodel in Nederland.”). Zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 18-19.

¹³⁴⁷ Zie evenwel de kritische noot van C.W.M. LIEVERSE, “Wet op het financieel toezicht – de stand van zaken”, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006, nr. 2, 35 op 42 : “De ad-interimimplementatie van de prospectusrichtlijn in de Wte 1995 (en het Bte 1995 en de Vrijstellingsregeling Wte 1995), en ook de thans voorgenomen ad-interimimplementatie van de overnamerichtlijn laten echter zien dat snelle implementatie ook kan op basis van de huidige wetgeving”.

¹³⁴⁸ Hoofdstuk 5.2 Wft.

¹³⁴⁹ Hoofdstuk 5.3 Wft.

¹³⁵⁰ Met inbegrip van de regels voor het optreden op markten in financiële instrumenten Hoofdstuk 5.4 Wft.

¹³⁵¹ Hoofdstuk 5.5 Wft.

¹³⁵² Hoofdstuk 5.6 Wft. Artikel 5:86 bepaalt met name dat in principe elke institutionele belegger met zetel in Nederland en een belegd vermogen waartoe aandelen of certificaten van aandelen behoren die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een met een gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is doet mededeling over de naleving van de principes en best practice bepalingen van een gedragscode, die zijn gericht tot de

311. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – BESLUIT DEFINITIEBEPALINGEN WFT. De Wft wordt aangevuld met een aantal besluiten. Het Besluit definitiebepalingen Wft¹³⁵³ bepaalt in artikel 4 onder welke voorwaarden KMO's en natuurlijke personen kunnen worden aangemerkt als “gekwalificeerde beleggers” in de zin van art. 1:1 Wft¹³⁵⁴. We komen hierop terug bij de analyse in Hoofdstuk 3 van dit Deel.

312. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – BESLUIT BOETES WFT. Het Besluit boetes Wft¹³⁵⁵ bevat een vijftal “tariefnummers” met elk een eigen boete, van 600 EUR (voor tariefnummer 1) tot 96.000 EUR (voor tariefnummer 5)¹³⁵⁶. Luidens artikel 3 van het Besluit zijn de inbreuken op het centrale artikel 5:2 Wft – dat de prospectusplicht oplegt – beboetbaar met tariefnummer 5¹³⁵⁷. Art. 4.2 van het Besluit legt daarenboven enkele tariefnummers vast voor inbreuken op de Prospectusverordening¹³⁵⁸.

313. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – BESLUIT BEKOSTIGING FINANCIËEL TOEZICHT. Het Besluit bekostiging financieel toezicht¹³⁵⁹ stelt verder de bedragen vast die de toezichthouder in rekening zal brengen aan een aanvrager of een verzoeker ter vergoeding van kosten van de behandeling van een aanvraag of verzoek om verlening of wijziging van, onder meer, een goedkeuring als bedoeld in artikel 5:2 van de wet of een goedkeuring als bedoeld in artikel 5:23, eerste lid, van de wet¹³⁶⁰. De precieze bedragen worden jaarlijks vastgesteld¹³⁶¹ via een ministerieel besluit¹³⁶².

314. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – VRIJSTELLINGSREGELING WFT. Verder zijn een aantal ministeriële regelingen uitgevaardigd. In deze context is de Vrijstellingsregeling Wft daarvan de belangrijkste, aangezien zij in artt. 52a tot en met 55 een aantal bijkomende preciseringen bevat met betrekking tot de vrijstellingsregeling van de Wft¹³⁶³.

institutionele belegger.

¹³⁵³ Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht.

¹³⁵⁴ Art. 4.1 Besluit definitiebepalingen Wft bepaalt dat “[a]ls kleine onderneming in de zin van onderdeel d van de definitie van gekwalificeerde belegger in artikel 1:1 van de wet worden aangemerkt rechtspersonen of vennootschappen die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan tenminste twee van de volgende drie criteria voldoen: a. een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250; b. een balanstotaal van ten hoogste € 43.000.000; c. een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste € 50.000.000”. Art. 4.2 bepaalt verder dat “[n]atuurlijke personen in de zin van onderdeel f van de definitie van gekwalificeerde belegger in artikel 1:1 van de wet zijn natuurlijke personen die aan tenminste twee van de volgende drie criteria voldoen: a. de natuurlijke persoon heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen ten minste tien omvangrijke transacties per kwartaal op de effectenmarkten verricht; b. de effectenportefeuille van de natuurlijke persoon heeft een omvang van meer dan € 500.000; c. de natuurlijke persoon is ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist”.

¹³⁵⁵ Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels met betrekking tot het bedrag van de bestuurlijke boetes terzake van overtreding van de Wet op het financieel toezicht.

¹³⁵⁶ Art. 2 Besluit boetes Wft.

¹³⁵⁷ Zie de tabel in art. 3 Besluit boetes Wft. Inbreuken op de volgende bepalingen worden met respectievelijk de volgende tariefnummers beboet : art. 5:16, tweede lid Wft : tariefnummer 3; art. 5:18, tweede lid Wft : tariefnummer 3; art. 5:20, eerste tot en met vierde lid Wft : tariefnummer 3; art. 5:21, eerste tot en met vijfde lid Wft : tariefnummer 3; art. 5:21, zesde lid Wft : tariefnummer 2; Wft : tariefnummer 5:21, zevende lid Wft : tariefnummer 3; art. 5:23, eerste en vijfde lid Wft : tariefnummer 3; en art. 5:24, eerste, derde en vierde lid Wft : tariefnummer 3.

¹³⁵⁸ Art. 26, vijfde lid Prospectusverordening : tariefnummer 4; art. 30 Prospectusverordening : tariefnummer 4; en art. 34 Prospectusverordening : tariefnummer 4.

¹³⁵⁹ Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels inzake bekostiging van het toezicht ingevolge de Wet op het financieel toezicht.

¹³⁶⁰ Art. 2.1.e en 2.1.f Besluit bekostiging financieel toezicht.

¹³⁶¹ Zie art. 9 Besluit bekostiging financieel toezicht dat voorziet dat “[b]ij ministeriële regeling wordt jaarlijks voor 15 januari de hoogte van de eenmalig in rekening te brengen bedragen, bedoeld in de artikelen 2 en 3, vastgesteld”.

¹³⁶² Zie Regeling van de Minister van Financiën tot vaststelling voor 2008 van de bedragen voor eenmalige toezichthandelingen, bedoeld in de artikelen 2 en 3 van het Besluit bekostiging financieel toezicht, 10 januari 2008, Nr. FM 2008-00053.

¹³⁶³ De Vrijstellingsregeling Wft bepaalt grotendeels – met uitzondering van bijvoorbeeld art. 55 Vrijstellingsregeling Wft (zie *Deel 2*,

315. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – BELEIDSREGELS. Ten slotte stelt de AFM beleidsregels inzake sommige van haar beleidkeuzen omtrent de Wft. Hoewel de bevoegdheid daartoe niet nieuw was¹³⁶⁴, werd bij de invoering van de Wft een bewuste keuze gedaan om verscheidene bestaande beleidsregels ofwel af te schaffen, ofwel bij te werken¹³⁶⁵. Voorbeelden van relevante beleidsregels die behouden of opgesteld werden¹³⁶⁶ zijn de beleidsregel inzake het onderscheid tussen ondernemen en beleggen bij investeringen in vastgoed en schepen¹³⁶⁷ en de beleidsregel inzake de vraag of bij teakhoutprojecten¹³⁶⁸ sprake is van een collectieve dan wel individuele belegging¹³⁶⁹.

2.3.3. De omzettingsbenadering in Frankrijk

316. OMZETTINGSPROCES. Wegens de “minimale” omzetting in Frankrijk¹³⁷⁰, konden de meeste wijzigingen gebeuren via een wijziging van het *règlement général* van de AMF zonder dat een formele wetswijziging van de *code monétaire et financier* vereist was. We verwijzen wat dat betreft naar de analyse van de omzetting van de notie “aanbieding aan het publiek” in in Hoofdstuk 2 van dit Deel. Met een lichte vertraging van enkele maanden – namelijk op 1 september 2005 – werden deze wijzigingen goedgekeurd, met inwerkingtreding op 9 september 2005¹³⁷¹.

Hoofdstuk 2, afdeling 2 – in welke mate het niet-geharmoniseerd regime prospectusplichtig zal zijn. Zo bijvoorbeeld bepaalt art. 53 Vrijstellingsregeling Wft in welke mate de vrijstellingen *mutadis mutandis* gelden voor effecten die buiten het toepassingsgebied van de geharmoniseerde regeling van de Prospectusrichtlijn vallen (art. 1.2 Prospectusrichtlijn). Zoals in de inleiding en methodologische noten aangegeven, valt een onderzoek van deze niet-geharmoniseerde regeling buiten het bestek van dit onderzoek.

¹³⁶⁴ De bevoegdheid van de AFM tot het vaststellen van beleidsregels is gebaseerd op artikel 4:81, eerste lid, Algemene wet bestuursrecht (Awb).

¹³⁶⁵ Besluit tot vaststelling beleidsregels in het kader van de Wet op het financieel toezicht 12 december 2006, *Staatscourant*, 27 december 2006, nr. 251, 42: “Deze beleidsregels zullen met de intrekking van de oude toezichtwetgeving niet terugkeren na 1 januari 2007. [...] De beleidsregel inzake besloten kring kon vervallen nu het begrip is opgenomen in de definities onder artikel 1:1 van de Wft. Hetzelfde geldt voor de beleidsregels inzake het begrip aanbieden. [...]”

¹³⁶⁶ Zie het overzicht op <http://afm.nl/marktpartijen/default.aspx?FolderId=2029>.

¹³⁶⁷ *Staatscourant*, 28 december 2006, nr. 251, 43 : “De vraag of bij de investering in vastgoed sprake is van beleggen of ondernemen, is afhankelijk van de activiteiten die met de verworven gelden worden gefinancierd. Indien met het geld van de beleggers vastgoed wordt ontwikkeld, dan duidt dit op ondernemersactiviteiten. Dergelijke activiteiten ontstijgen de relatief passieve beleggingsactiviteiten. Een dergelijke investering houdt in dat er naast het beleggingsrisico nog extra risico wordt gelopen, verband houdende met de al dan niet succesvolle afronding van het project. Bij de bepaling of bij de investering in schepen sprake is van beleggen of ondernemen, is van belang of typische ondernemingsactiviteiten (onderhoud, regelen van lading, voorzien in bemanning) worden verricht, dan wel worden uitbesteed, en de mate waarin de resultaten voor de deelnemers afhankelijk zijn van de bedrijfsexploitatie van het schip”.

¹³⁶⁸ Zie de – terecht – kritische noot omtrent “gegarandeerde rendementen” bij teakbeleggingen in E. DU PERRON, “Whisky met garantie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 8/9, 223. Zie verder R. RAAS, “AFM stelt beleidsregels opnieuw vast”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 2, 90, 94.

¹³⁶⁹ *Staatscourant*, 28 december 2006, nr. 251, 48: “In het geval van teakhout is het van belang of de verkoopopbrengsten van de te zijner tijd te kappen bomen collectief of individueel worden bepaald. Dit zal uit een overeenkomst tussen de aanbieder van het teakhoutproject en de belegger blijken. Hetzelfde geldt voor de manier waarop het risico door de participanten wordt gedragen. Uit genoemde overeenkomst dient te blijken of de opbrengst van de ene participant op het moment van de kap als gevolg van verschillen in kwaliteit van de bomen kan afwijken van die van de ander of dat de verkoopopbrengst eenvoudigweg naar rato van deelname over de participanten wordt verdeeld. Ten aanzien van de risicoverdeling kan iedere participant het risico van beschadiging of verlies gedurende de looptijd van het project voor zijn bomen dragen, dan wel hiervoor worden gecompenseerd door de andere participanten. Wanneer in de bepalingen ten aanzien van de opbrengsten en risicodeling onvoldoende expliciet is aangegeven dat er sprake is van een individuele belegging, dan wordt een aanbieder van een teakhoutproject aangemerkt als beheerder in de zin van de Wft. Dit betekent dat de beheerder van het project een vergunning dient aan te vragen”.

¹³⁷⁰ Zie daaromtrent uitgebreid *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2* (in het bijzonder 2.3.3).

¹³⁷¹ Arrêté du 1^{er} septembre 2005 portant homologation des modifications du règlement général de l’Autorité des marchés financiers (*JO*, 8 september 2005). Zie tevens het persbericht van de AMF, “L’AMF apporte une nouvelle série de modifications à son règlement général”, 8 september 2005 : “Ces dispositions sont donc désormais applicables à compter du 9 septembre 2005. Ces modifications concernent

317. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE *CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER*. Art. L-411-1 *code monétaire et financier* definieert het publiek beroep op het spaarwezen (appel public à l'épargne) als één van de volgende verrichtingen: ofwel de toelating van een financieel instrument op de verhandeling van een gereguleerde markt, ofwel de uitgifte of verhandeling van financiële instrumenten in het publiek of het gebruik van publiciteit of het verhandelen (démarchage) via hetzij kredietinstellingen of beleggingsondernemingen.

318. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – HET *RÈGLEMENT GÉNÉRAL*. Boek II, Titel I, Hoofdstuk I van het *règlement général* bepaalt voorts in art. 211-1 dat “[l]es personnes ou entités qui procèdent à une opération par appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du *code monétaire et financier* sont soumises au chapitre II du présent titre lorsque l'opération porte sur [les instruments financiers]”. L'émission ou la cession des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 susvisé est soumise au chapitre III du présent titre”.

319. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – INSTRUCTION N° 2005-11. De (bijzonder gedetailleerde) *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005 preciseert de concrete vereisten inzake het dossier dat bij de AMF ter goedkeuring moet worden ingediend¹³⁷². Het ontwerpprospectus moet worden neergelegd in 5 exemplaren¹³⁷³, waarbij moet voldaan zijn aan een reeks vereisten. Indien de voorgenomen verrichting een “specifieke aanpassing” (“adaptation spécifique”) vereist, moet de uitgevende instelling contact opnemen met de AMF voorafgaandelijk aan de indiening van het dossier¹³⁷⁴. Naast een bijgewerkt exemplaar van de statuten¹³⁷⁵, relevante uittreksels van de beslissing van de algemene vergadering der aandeelhouders¹³⁷⁶ en het directieorgaan¹³⁷⁷, de jaarrekeningen¹³⁷⁸ moet ook een Franse vertaling van de samenvatting worden toegevoegd, waar dat vereist is¹³⁷⁹ alsook een lijst met de bijlagen van de Prospectusverordening op basis waarvan het ontwerpprospectus is opgesteld¹³⁸⁰, enz. Indien de documenten vermeld in Art. 1.I, 1° tot 7° *Instruction n° 2005-11* aan de AMF werden overgemaakt tijdens het eerste openbaar beroep op het spaarwezen of tijdens een “recente” verrichting, moeten deze niet opnieuw aan de AMF worden overgemaakt, tenzij deze documenten gewijzigd zouden zijn¹³⁸¹. Bovendien moet bij de indiening van het prospectus ook een getekende¹³⁸² verklaring worden

principalement : [la transposition de la directive prospectus.] Les modifications du règlement général liées à la transposition de la directive prospectus portent notamment sur la définition du champ de l'appel public à l'épargne et des dispenses de prospectus, la détermination de l'autorité compétente pour viser le prospectus, la mise en place du passeport européen pour les opérations transfrontières ainsi que sur les conditions et les délais d'instruction par l'AMF”.

¹³⁷² Art. 212-21 *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers* bepaalt dat “Le dépôt du projet de prospectus doit être accompagné de la remise à l'AMF d'une documentation nécessaire à l'instruction du dossier et dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF”. Deze instructie is de *Instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne (Prise en application du titre I du livre II du règlement général de l'AMF)*, laatst gewijzigd op 28 september 2006.

¹³⁷³ Art. 1.I *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁷⁴ Dit geldt ook indien nog geen beslissing is genomen omtrent de definitieve voorwaarden van de voorgenomen verrichting. Zie art. 1.III *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁷⁵ Art. 1.I, 1° *Instruction n° 2005-11*

¹³⁷⁶ Art. 1.I, 3° *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁷⁷ Art. 1.I, 4° *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁷⁸ Indien deze reeds voorafgaandelijk aan de AMF werden overgemaakt, of indien deze in het prospectus zelf worden opgenomen, valt deze verplichting weg (Art. 1.I, 5° *Instruction n° 2005-11*).

¹³⁷⁹ Zie art. 212-12 *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*; art. 1.I, 10° *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁸⁰ Art. 1.I, 11° *Instruction n° 2005-11*.

¹³⁸¹ Art. 1.I, *in fine Instruction n° 2005-11*.

¹³⁸² Eventueel moeten er twee dergelijke verklaringen getekend worden, om tegemoet te komen aan de vereisten inzake timing (cf. “[...] doit être datée d'au plus 2 jours de négociation avant la date de délivrance du visa sur le prospectus établi dans sa version définitive” ; zie art. 2 *Instruction n° 2005-11*).

gegeven van wie verantwoordelijk is voor het prospectus¹³⁸³. Verder zijn afzonderlijke regels bepaald voor wat betreft IPO's (première opération par appel public à l'épargne)¹³⁸⁴. In dat geval moeten – bovenop de hoger genoemde documenten – een aanzienlijke reeks documenten bij het indieningsdossier worden gevoegd. Ook voor uitgevende instellingen met een zetel buiten de E.E.A. en waarvoor Frankrijk de “lidstaat van herkomst” is, gelden bijkomende regels¹³⁸⁵.

320. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – INSTRUCTION N° 2006-06. De *instruction n° 2006-06* van 4 april 2006 bepaalt de modaliteiten tot inschrijving op de lijst met gekwalificeerde beleggers (conform art. D-411 van de *code monétaire et financier*)¹³⁸⁶.

321. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – RECOMMANDATION SUR LE RESUME DU PROSPECTUS. De AMF heeft in een aanbeveling van 4 oktober 2007 de vennootschappen die een openbaar beroep op het spaarwezen doen een aantal principes aanbevolen die in acht moeten worden genomen bij de opstelling van de samenvatting¹³⁸⁷.

322. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – POSITIONS VAN DE AMF. De AMF heeft ten slotte ook een aantal “posities” gepubliceerd. Diverse van haar posities zijn gebaseerd op het principe “betere regulering” (meilleure régulation). Een voorbeeld is haar positie van 12 maart 2008 waarbij voorzien wordt in meer efficiënte procedures aangaande de goedkeuring van prospectussen¹³⁸⁸. Andere

¹³⁸³ Art. 2 *Instruction n° 2005-11* : “J'atteste [nous attestons], après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, que les informations contenues dans le présent [document de référence / document de base / prospectus / rectificatif / actualisation / note] sont, à ma [notre] connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. Cette déclaration est complétée comme suit : J'ai [nous avons] obtenu des contrôleurs légaux des comptes une lettre de fin de travaux, dans laquelle ils indiquent avoir procédé à la vérification des informations portant sur la situation financière et les comptes données dans le présent prospectus ainsi qu'à la lecture d'ensemble du prospectus. [Si la lettre de fin de travaux contient des observations, ces dernières sont reprises dans l'attestation selon la formule suivante] Cette lettre contient les observations suivantes : Le cas échéant, cette déclaration est complétée comme suit : Les informations financières historiques et, le cas échéant, pro forma et/ou prévisionnelles présentées dans [l'émetteur précise le ou les documents concernés : prospectus, note complémentaire au prospectus, document de référence, document de base, actualisation, note d'information...] ont fait l'objet de rapports des contrôleurs légaux, figurant en page [X] dudit document, qui contiennent des [observations / des réserves]”.

¹³⁸⁴ Article 212-22 *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers* : “Le dépôt du projet de prospectus doit être accompagné de la remise à l'AMF d'une documentation nécessaire à l'instruction du dossier et dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF”.

¹³⁸⁵ Art. 4 *Instruction n° 2005-11*. Zij moeten de stukken die vereist zijn volgens art. 3 *Instruction n° 2005-11* ofwel in het Frans voorleggen, ofwel in een andere taal die gebruikelijk is in financiële aangelegenheden (une autre langue usuelle en matière financière). Indien de stukken vertaald worden, moeten ze evenwel voor echt verklaard zijn.

¹³⁸⁶ Zie art. 1 *instruction n° 2006-06* : “En application de l'article 211-2-1 du règlement général de l'AMF, toute personne ou entité mentionnée au II de l'article D. 411-1 du *Code monétaire et financier* qui sollicite son inscription dans le fichier des investisseurs qualifiés remplit et adresse à l'AMF le formulaire figurant en Annexe I de la présente instruction ainsi qu'une photocopie d'une pièce d'identité en cours de validité ou de l'attestation de son inscription professionnelle. L'AMF adresse à cette personne ou entité un accusé de réception attestant de son inscription dans le fichier”.

¹³⁸⁷ Cf. AMF, “Recommandation de l'AMF sur le Résumé du Prospectus”, 4 oktober 2007 : “Cependant en pratique, le résumé semble davantage s'être transformé en une compilation d'éléments du prospectus qu'en une réelle synthèse, ce qui n'est pas conforme aux exigences rappelées ci-dessus. En effet, d'une manière générale, il est apparu que la présentation des résumés ainsi que l'utilisation d'un vocabulaire souvent trop technique n'incitent pas les investisseurs à lire ces documents. [...] Les épargnants attendent du résumé une démarche pédagogique, éclairante et transparente sur l'entreprise, son activité, son secteur afin d'appréhender les motivations et les enjeux de l'opération. Ils souhaitent également connaître les conditions pratiques de souscription. Le résumé doit remplir la fonction qui lui a été attribuée par la directive, à savoir un exposé clair, bref et non technique de l'information contenue dans le prospectus. Il doit se présenter sous une forme schématique, courte et aérée, sans pour autant s'en tenir à un sommaire détaillé. En principe, il ne doit pas excéder les 2.500 mots”.

¹³⁸⁸ AMF, “Meilleure regulation : Mise en place d'une procédure simplifiée d'instruction des demandes de visa pour les prospectus établis par certaines sociétés dans le cadre d'opérations d'appel public à l'épargne”, 12 maart 2008: “La procédure simplifiée est ouverte aux émetteurs qui attestent à l'AMF :

[i] qu'ils ne sont concernés par aucune des procédures prévues au livre VI du Code de commerce relatif

aux difficultés des entreprises ou par une procédure équivalente en droit étranger; [ii] qu'ils sont soumis à la procédure de contrôle a posteriori

voorbeelden betreffen onder meer een interpretatie van de provisijs zoals voorzien in de Prospectusverordening¹³⁸⁹, een aanbevelingen inzake de referentiedocumenten¹³⁹⁰ of een positie aangaande reclame omtrent bepaalde financiële instrumenten (inclusief voor de AMF verplichte vermeldingen)¹³⁹¹.

2.3.4. De omzettingsbenadering in het Verenigd Koninkrijk

323. OMZETTINGSPROCES. Reeds in oktober 2004 publiceerde de FSA een consultatiedocument¹³⁹². Eveneens diezelfde maand publiceerde de HM Treasury – in samenwerking met de FSA – een parallel consultatiedocument¹³⁹³. In april 2005 werd door de FSA een tweede consultatieronde gehouden die werd afgerond op 27 mei 2005¹³⁹⁴. Op 6 juni 2005 werd ten slotte door de FSA een beleidsverklaring bekendgemaakt met daarin een samenvatting, en verantwoording, van de beleidskeuzen die gemaakt waren bij de omzetting van de Prospectusrichtlijn¹³⁹⁵. Op 1 juli 2005 was de omzetting rond¹³⁹⁶, inclusief de wetwijziging van de *Financial Services And Markets Act 2000*¹³⁹⁷.

324. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE *FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000* EN DE *PROSPECTUS RULES*. Anders dan in de voorgaande jurisdicties is ervoor gekozen om, naast enkele

de leur document de référence (c'est-à-dire ayant fait enregistrer pendant trois exercices consécutifs un document de référence par l'AMF); [iii] qu'ils ont renseigné toutes les rubriques prévues dans l'annexe I du règlement européen 'Prospectus'; [iv] le cas échéant, qu'ils ont intégralement pris en compte les commentaires de l'AMF suite au contrôle a posteriori de leur document de référence ou, à défaut, détaillé les raisons pour lesquelles ces commentaires n'ont pas été retenus; [v] qu'ils respectent leurs obligations d'information périodique et permanente du marché". Deze – optionele – procedure houdt erg ingekorte goedkeuringstermijnen in (zie vb. "[...] il dépose une note relative aux instruments financiers et un résumé au plus tard 5 jours de négociation avant la date projetée d'obtention du visa demandé pour cette opération").

¹³⁸⁹ Zie AMF, "Mise en oeuvre du règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004 concernant les informations contenues dans un prospectus Précisions relatives à la notion de prévisions", 10 juli 2006.

¹³⁹⁰ AMF, "Guide d'élaboration des documents de référence : réglementation en vigueur, interprétations et recommandations de l'AMF", 30 januari 2006.

¹³⁹¹ AMF, "Principes généraux concernant les communications à caractère promotionnel relatives aux opérations d'appel public à l'épargne sur des instruments financiers indexés ou ayant une composante optionnelle", 27 december 2005: "Toute communication à caractère promotionnel doit mentionner si l'Instrument ne bénéficie pas d'une garantie en capital et s'il est sujet à un effet de levier. L'AMF a la possibilité de procéder au cas par cas à des demandes complémentaires ou à des modifications des communications à caractère promotionnel, qu'elle estimera nécessaires pour assurer la bonne information des investisseurs. [...] Lorsque la distribution des Instruments vise tout public, toute communication à caractère promotionnel doit mentionner les risques attachés aux Instruments et la nécessité de veiller à l'adéquation de l'Instrument avec la stratégie, le profil des risques choisis et l'importance du portefeuille d'actifs financiers détenus par l'investisseur".

¹³⁹² FSA, "The Listing Review and implementation of the Prospectus Directive - Draft rules and feedback on CP203", *CP04/16*, oktober 2004. Zie omtrent het omzettingproces in het Verenigd Koninkrijk: Ch. ASHWORTH, "Prospectus Regulation in the United Kingdom", in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 335, 346-347; M. HARTLEY, R. BARROW en E. LEY, "Special Focus: Prospectus Directive – United Kingdom", *IFLR*, juli 2005, 42.

¹³⁹³ HM Treasury (i.s.m. de FSA), "UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document", oktober 2004.

¹³⁹⁴ FSA, "The Listing Review and Prospectus Directive - Feedback on CP04/8 and CP04/16, near final text and supplementary consultation", *CP05/7*, april 2005.

¹³⁹⁵ FSA, "Policy statement – Implementation of the Prospectus Directive - Feedback on CP04/16 and CP05/7 and near final Prospectus Rules", *PS05/7*, april 2005.

¹³⁹⁶ Idem, nr. 1.5: "The final prospectus rules will be published together with the rest of the listing rules at the end of June in time for implementation on 1 July 2005" (op 3) en nr. 1.8: "In order to ensure that the Qualified Investors' register is operative on 1 July 2005, we will accept applications from prospective qualified investors from 6 June 2005, although the register will not be made available to issuers/offers until 1 July 2005" (op 4).

¹³⁹⁷ The Prospectus Regulations 2005, *Statutory Instruments*, 2005 No. 1433 (in werking getreden op 1 juli 2005). Zie tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 77; N. BOARDMAN, "The United Kingdom", in: D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 314, 314-316.

wijzigingen in de bestaande *Financial Services And Markets Act 2000*, de gehele prospectusreglementering zoveel als mogelijk samen te brengen in één deel van het FSA Handbook¹³⁹⁸, namelijk de *Prospectus Rules* of “PR”¹³⁹⁹, die zelf zijn onderverdeeld in vijf artikelen¹⁴⁰⁰. Een aantal bijkomende bepalingen zijn opgenomen in bijlage, zoals de relevante definities (Appendix 1), de vergoedingen (Appendix 2), de bepalingen inzake de inhoud van een prospectus (Appendix 3) alsook een aantal bijkomende modaliteiten.

325. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE FSA ALS UKLA. De FSA publiceert in haar hoedanigheid van *UK Listing Authority* (UKLA) diverse nieuwsbrieven die, weliswaar geen officiële “guidance” uitmaken¹⁴⁰¹, maar toch een belangrijke indicatie geven van de positie die de FSA in soortgelijke omstandigheden heeft ingenomen¹⁴⁰² en waarbij de FSA zich doorgaans richt tot de uitgevende instellingen en hun raadgevers¹⁴⁰³. Sinds 2005 werden een vijftientigtal verschillende onderwerpen behandeld¹⁴⁰⁴.

¹³⁹⁸ Het FSA Handbook is integraal opgenomen op <http://fsahandbook.info>.

¹³⁹⁹ Naast Prospectus Rules, bestaan tevens Disclosure Rules en Listing Rules. Zie in dat verband o.m. M. HARTLEY, R. BARROW en E. LEY, “Special Focus: Prospectus Directive – United Kingdom”, *IFLR*, juli 2005, 42: “[...] the listing rules [...] set out rules and guidance for issuers of securities admitted (or seeking admission) to the Official List. These rules focus on eligibility for listing, the continuing obligations of listed issuers (other than those obligations contained in the disclosure rules) and sponsors; the disclosure rules [...] contain rules and guidance in relation to the publication and control of inside information and the disclosure of transactions by persons discharging managerial responsibilities and their connected persons; and the prospectus rules [...] contain the rules, regulations and guidance outlining circumstances in which a prospectus is required and what that prospectus must contain”.

¹⁴⁰⁰ De Prospectus Rules zijn ingedeeld als volgt: PR 1 (Preliminary), PR 2 (Drawing up the prospectus), PR 3 (Approval and publication of prospectus), PR 4 (Use of languages and third country issuers) en PR 5 (Other provisions).

¹⁴⁰¹ Zie, omtrent, de betekenis van “guidance”: S. MORRIS, “The Role and Statutory Powers of the Financial Services Authority”, in: A. WINCKLER, *A Practitioner’s Guide to The FSA Handbook*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006 (696 p.), 1, 8-9.

¹⁴⁰² Zie vb. FSA, *List! – Issue No.19*, oktober 2008, 1: “[...] the contents of this newsletter are not intended to be guidance as contemplated by FSMA, and the contents should neither be interpreted, nor relied upon, as guidance. You should refer to the Listing Rules (LRs), Prospectus Rules (PRs) and Disclosure and Transparency Rules (DTRs) for general guidance and where you need individual guidance, you may approach us. Technical explanations provided in this newsletter are illustrative only and are intended to provide an indication of how the UKLA may expect certain issues to be addressed”.

¹⁴⁰³ *Idem*, 4 : “We would like to draw the attention of issuers and their legal advisers to question eight of CESR’s ‘Common Positions’ document, published on the CESR website”.

¹⁴⁰⁴ Hieronder wordt de stand van zaken op 1 december 2008 hernomen :

| | | |
|------------------|--|-----------------------|
| PR 1.1.8 | Changes for property companies | Editie september 2005 |
| PR 1.2.1 | Offers to discretionary private client brokers; Definition of public offer | Editie juni 2005 |
| PR 1.2.2 | Exemptions from the requirement to produce a prospectus | Editie juni 2005 |
| PR 1.2.2 (1) | Subdivision or consolidation | Editie juli 2007 |
| PR 1.2.2 (5) | Employee share schemes and options | Editie juni 2005 |
| PR 1.2.3 (2) | Subdivision or consolidation | Editie juli 2007 |
| PR 1.2.3 (6) | Employee share schemes and options | Editie juni 2005 |
| PR 2.1.2 | Prospectus summaries | Editie juni 2005 |
| PR 2.1.4 – 2.1.7 | Including a “summary” in a non-equity prospectus having a denomination of at least EUR50,000 | Editie juli 2007 |
| PR 2.2 | How we will deal with documents from AIM issuers | Editie september 2005 |
| PR 2.2.9 | Passporting issues of interest | Editie februari 2006 |
| PR 2.3 | How we will deal with documents from AIM issuers | Editie september 2005 |
| | Advertisement regime | Editie februari 2006 |
| PR 2.4 | How we will deal with documents from AIM issuers | Editie september 2005 |
| | Incorporation by reference | Editie februari 2006 |
| PR 3.1.12 | Requests for transfers to another Competent Authority made under PR 3.1.12 | Editie maart 2008 |
| PR 3.2.3 | 6 day rule | Editie juni 2005 |
| | | Editie september 2005 |
| PR 3.3. | Mini prospectuses | Editie september 2005 |

326. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – MODELFORMULIEREN. De FSA heeft ten slotte voorzien in drie modelformulieren, namelijk het verzoek tot goedkeuring van het prospectus (de “Form A”)¹⁴⁰⁵, het verzoek om inschreven te worden in het register met gekwalificeerde beleggers (de “Form B”)¹⁴⁰⁶ en het verzoek om een uittreksel te verkrijgen van dit register (de “Form C”)¹⁴⁰⁷.

2.3.5. De omzettingsbenadering in Duitsland

327. OMZETTINGSPROCES. De Wertpapierprospektgesetz (WpPG) dateert van 22 juni 2005 en is in werking getreden op exact 1 juli 2005¹⁴⁰⁸. De Duitse wetgever slaagde er bijgevolg (nipt) in de Prospectusrichtlijn tijdig om te zetten. Reeds voor de inwerkingtreding van de WpPG en in de zomer van 2005 werden een aantal workshops georganiseerd door de BaFin met de marktspelers¹⁴⁰⁹. In een aantal bijkomende workshops in de herfst van 2005 konden de eerste ervaringen met het nieuwe regime worden uitgewisseld¹⁴¹⁰.

328. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE WERTPAPIERPROSPEKTGESETZ. De *Wertpapierprospektgesetz* – voluit de *Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist* – is een zeer nauwgezette omzetting van de Prospectusrichtlijn. De WpPG gaat niet verder dan de Richtlijn. Zij laat ook de bestaande, andere wetgeving met betrekking tot het domein dat door de Prospectrichtlijn niet is geharmoniseerd, onverlet. Zo bijvoorbeeld blijft de *Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (VerkaufsprospektG)* de prospectusplicht regelen voor wat betreft de financiële instrumenten die geen “effecten” zijn in de zin van de Prospectusrichtlijn¹⁴¹¹. Ook de *Börsengesetz (BörsG)* blijft bestaan, met uitzondering van de

| | | |
|------------------|--|-----------------------|
| PR 3.4 | Supplementary prospectus | Editie september 2005 |
| PR 5.2 | Annual information updates | Editie juni 2005 |
| PR 5.5.3 | Historical financial information on a guarantor in a non equity prospectus | Editie september 2005 |
| PR 5.5.3 | Responsibility statements: limited access situations | Editie juli 2007 |
| PR Annex 3.3.1 | Working capital statements | Editie juni 2005 |
| | | Editie september 2005 |
| PR Annex 1, 20.1 | Circumstances where an issuer is preparing a prospectus and, in order to comply with Annex 1, 20.1, is required to audit a period of less than one year? | Editie maart 2008 |
| PR Annex 3, 3.1 | Rescues, Refinancing and Reconstructions | Editie maart 2008 |

¹⁴⁰⁵ FSA, *Form A – Application for the approval of a prospectus in accordance with Part VI of the Financial Services and Markets Act 2000*, ongedateerd.

¹⁴⁰⁶ FSA, *Form B – Application for the inclusion on the Qualified Investor Register (QIR) in accordance with rule 5.4.3 of the Prospectus Rules*, ongedateerd.

¹⁴⁰⁷ FSA, *Form C – Application to receive a copy of the Qualified Investor Register (QIR) in accordance with rules 5.4.8 and 5.4.9 of the Prospectus Rules*, ongedateerd.

¹⁴⁰⁸ *Fassung der Bekanntmachung vom 22. Juni 2005* (BGBl. I S. 1698).

¹⁴⁰⁹ Zie tevens BaFin, *Jahresbericht der BaFin '05*, 2005 (Kapitel VI: Aufsicht über den Wertpapierhandel und das Investmentgeschäft), 139: “Schon vor Inkrafttreten der neuen Rechtslage hat die Aufsicht viele Fragen mit den Marktteilnehmern und Verbänden erörtert, um ihnen die Umstellung auf das neue Prospektrecht zu erleichtern. Außerdem bot die BaFin im Frühjahr und Sommer 2005 mehrere Workshops an. Das Echo hierauf war überaus positiv”.

¹⁴¹⁰ Idem, 139: “In weiteren Workshops im Herbst diskutierte die Aufsicht mit den Emittenten über die ersten Erfahrungen mit dem neuen Recht. Auch diese Workshops fanden bei den Emittenten großen Anklang – die BaFin möchte daher den Dialog mit der Branche fortsetzen”.

¹⁴¹¹ Zie IIIa. Abschnitt, § 8f VerkaufsprospektG: “(1) Für im Inland öffentlich angebotene nicht in Wertpapieren im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes verbrieft Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, für Anteile an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen), oder für Anteile an sonstigen geschlossenen Fonds muss der Anbieter einen Verkaufsprospekt nach diesem Abschnitt veröffentlichen, sofern nicht bereits nach anderen Vorschriften eine Prospektspflicht besteht oder ein Prospekt nach den Vorschriften dieses Gesetzes veröffentlicht worden

regels die voorheen bestonden maar geharmoniseerd werden door de Prospectusrichtlijn¹⁴¹². In de marge kan ook worden vermeld dat sinds augustus 2005 de prospectusaansprakelijkheid van de WpPG aanleiding kan geven tot een collectieve actie via de zogenaamde *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)*¹⁴¹³.

329. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE MUSTERS GEPUBLICEERD DOOR DE BAFIN. De BaFin heeft bovendien een aantal voorbeelden (*Musters*) gepubliceerd aangaande diverse modelbekendmakingen (*Hinweisbekanntmachung*)¹⁴¹⁴, het bewijs van de publicatie van het prospectus (*Nachweis*)¹⁴¹⁵, het supplement van het prospectus (*Muster eines Nachtrags*)¹⁴¹⁶, inclusief de bekendmaking van het supplement (*Hinweisbekanntmachung Nachtrag*)¹⁴¹⁷ en de deponering van de definitieve voorwaarden (*Hinterlegung endgültige Bedingungen*)¹⁴¹⁸.

330. OVERZICHT VAN DE BRONNEN – DE HÄUFIG GESTELLTE FRAGEN GEPUBLICEERD DOOR DE BAFIN. Daarnaast publiceert de BaFin op geregelde tijdstippen antwoorden op vragen. Zo worden bijvoorbeeld gedetailleerde vragen omtrent het jaarlijks informatiedocument behandeld in de *Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument*¹⁴¹⁹ alsook meer algemene in de *Fragen und Antworten zu Wertpapierprospekten* omtrent onder meer de vorm en geldigheid van een prospectus, de publicatievereisten, en het goedkeuringsproces door de BaFin¹⁴²⁰.

2.4. SYNTHESE VAN HET RECHTSVERGELIJKEND BRONNENOVERZICHT

331. SYNTHESSETABEL. Het rechtsvergelijkend overzicht van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties kan worden samengevat in de volgende synthesesetabel.

| <i>Jurisdictie</i> | <i>Omzettingsreglementering</i> | <i>Overige reglementering</i> ¹⁴²¹ |
|--------------------|---|--|
| België | Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt Koninklijk besluit van 26 september 2006 tot uitbreiding van het begrip gekwalificeerde belegger en het begrip institutionele of professionele belegger ¹⁴²² | W. Venn. Koninklijk Besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken |

ist. Die Prospektspflicht nach Satz 1 gilt auch für Namensschuldverschreibungen”.

¹⁴¹² Zie daaromtrent meer in *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdelingen 2 en 3* (in het bijzonder 2.3 en 3.3).

¹⁴¹³ *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten) (KapMuG)*, Fassung der Bekanntmachung vom 16. August 2005 (BGBl. I S. 2437). Zie daaromtrent o.m. J. STUYCK, E. TERRY, V. COLAERT, T. VAN DYCK, N. PERETZ, N. HOEKX, P. TERESZKIEWICZ en B. GIELEN, “An analysis and evaluation of alternative means of consumer redress other than redress through ordinary judicial proceedings – Final Report”, januari 2007 (415 p.), 275-277 en J. STUYCK en T. VAN DYCK, “Des ‘class actions’ en Europe? – Diversités culturelles entre Etats membres et limites d’une intervention de l’Union européenne”, in: P.-C. LAFOND (ed.), *Le droit de la consommation sous influences*, Cowansville (Québec), Editions Yvon Blais, 2007 (184 p.), 63, op 71-72.

¹⁴¹⁴ BaFin, *Muster von Hinweisbekanntmachungen gemäß § 14 Abs. 3 Satz 2 WpPG für einteilige und dreiteilige Prospekte sowie Basisprospekte*, ongedateerd.

¹⁴¹⁵ BaFin, *Nachweis über die Veröffentlichung des Prospekts gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 WpPG*, ongedateerd.

¹⁴¹⁶ BaFin, *Muster eines Nachtrags nach § 16 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz*, ongedateerd. Ook werd door de BaFin een Muster van het aanvraagformulier gepubliceerd.

¹⁴¹⁷ BaFin, *Muster einer Hinweisbekanntmachung für Nachträge nach § 16 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz*, ongedateerd.

¹⁴¹⁸ BaFin, *Hinterlegung gemäß § 6 Abs. 3 Satz 2 Wertpapierprospektgesetz zum Basisprospekt*, ongedateerd.

¹⁴¹⁹ §10 WpPG.

¹⁴²⁰ Zie www.bafin.de/eln_042/nn_977084/DE/Unternehmen/AllgemeinePflichten/ProspekteWertpapiere/FAQWertpapiere/faqwertpapiere__node.html.

¹⁴²¹ Met uitzondering van rechtstreeks toepasselijke verordeningen, zoals de Prospectusverordening.

¹⁴²² Zie tevens art. 438 van de wet van 7 mei 1999 houdende het wetboek van vennootschappen.

| | | |
|---------------------|---|---|
| Nederland | Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht) | Besluit definitiebepalingen Wft Besluit boetes Wft Besluit bekostiging financieel toezicht ¹⁴²³ Vrijstellingsregeling Wft Diverse beleidsregels, zoals de beleidsregel inzake het onderscheid tussen ondernemen en beleggen bij investeringen in vastgoed en schepen of de beleidsregel inzake de vraag of bij teakhoutprojecten sprake is van een collectieve dan wel individuele belegging |
| Frankrijk | Code monétaire et financier Règlement Général de l’Autorité des Marchés Financiers | Instruction n° 2006-06 Instruction n° 2005-11 Recommandations et positions de l’AMF |
| Verenigd Koninkrijk | Financial Services And Markets Act 2000 (FSMA 2000) Prospectus Rules (FSA Handbook) | Diverse publicaties van de UKLA (FSA) Diverse Forms |
| Duitsland | Wertpapierprospektgesetz (WpPG) | Diverse Musters Häufig gestellte Fragen |

332. EERSTE VASTSTELLING. Op basis van het bronnenoverzicht en de synthesesetabel kunnen enkele vaststellingen worden gemaakt. Ten eerste bestaat in *alle* onderzochte jurisdicties een algemene wetgevende maatregel naast meer gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen. Interessant is dat dit als het ware een “nationale weerspiegeling” lijkt van het onderscheid tussen Lamfalussy niveau 1 en Lamfalussy niveau 2. In elk van de onderzochte jurisdicties kan men als het ware spreken van een “nationaal niveau 1” en een “nationaal niveau 2”. Hoewel het nationaal niveau – uiteraard – geen identieke kopie is van het corresponderende Europees niveau, bestaat in elk van de onderzochte wel een gelijkaardige bekommernis om de principes en beginselen (het “niveau 1”) te onderscheiden van de meer technische bepalingen en uitvoeringsmaatregelen (het “niveau 2”). Er kan aangestipt worden dat er meerdere mogelijke verklaringen daarvoor zijn. Zo kan men de oorzaak zien in de gedetailleerde en snel evoluerende aard van de geregelde materie. Een alternatieve verklaring is dat het Lamfalussy niveau inspirerend werkt voor nationale wetgevers, die inzien dat het zin heeft om essentie te onderscheiden van uitvoering. Nog een andere verklaring zou de toegenomen invloed van de toezichthoudende overheden kunnen zijn (zie hierna).

333. TWEEDE VASTSTELLING. In dezelfde lijn kan immers een tweede vaststelling gemaakt worden. De “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen worden in de meeste gevallen uitgevaardigd door de toezichthoudende overheid, zonder dat nog een tussenkomst van de wetgever is vereist. Binnen de instrumenten die door de toezichthoudende overheid worden uitgevaardigd, kan bovendien onderscheid gemaakt worden tussen instrumenten die meer of minder geformaliseerd zijn. Dit gaat van publicaties door de FSA, de “Häufig gestellte Fragen” van de BaFin, de “recommandations” en de “positions” van de AMF of de beleidsregels van de AFM. De balans tussen flexibiliteit en rigiditeit ten aanzien van de uitvoeringsmaatregelen wordt door elke lidstaat op eigen wijze vorm gegeven.

334. DERDE VASTSTELLING. Interessanter nog is de analyse van de uitvoeringsmaatregelen die op het “nationaal niveau 2” zijn uitgevaardigd. Waar de twee eerdere vaststellingen een grote mate van gelijkheid tussen de diverse onderzochte jurisdicties suggereren, toont een inhoudelijke synthese van deze “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen aan dat de toezichthoudende overheden zeer heterogene onderwerpen hebben geregeld, en dit bovendien op een heterogene wijze. Deze onderwerpen worden immers gestuurd vanuit de cultuur en traditie en, bovenal, de marktpraktijken. De gesofisticeerde vraag bijvoorbeeld of teakhoutprojecten “effecten” uitmaken in de zin van de

¹⁴²³ Zie tevens de Regeling van de Minister van Financiën tot vaststelling voor 2008 van de bedragen voor eenmalige toezichthandelingen.

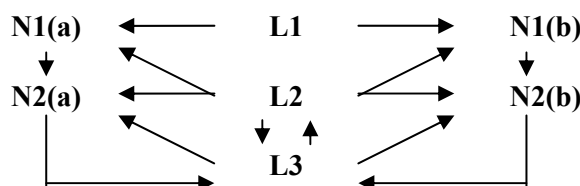
Prospectusrichtlijn, wordt enkel door de Nederlandse AFM beantwoord. Het niveau van detail in de publicaties van de FSA bevestigen eveneens de maturiteit en de sofisticatie van de kapitaalmarkten in Londen. De AMF daarentegen heeft een aantal meer prescriptieve gedetailleerde bepalingen uitgevaardigd, zoals de aanbeveling omtrent de opstelling van de samenvatting van het prospectus. Zowel de BaFin als de FSA hebben voorzien in diverse modelformulieren.

335. KRITISCHE EVALUATIE – TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1 (...). Er kunnen bijgevolg aanzienlijke divergenties worden vastgesteld op het niveau van de “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen. Hoe moeten we hiertegenover staan? Op zich genomen zullen deze divergenties niet leiden tot hogere kosten voor uitgevende instellingen. Doorgaans zullen de uitgevende instellingen immers enkel te maken krijgen met één toezichhoudende overheid, namelijk deze van de lidstaat van herkomst¹⁴²⁴. Men zou op die basis kunnen argumenteren dat de efficiëntie waarmee de vraag naar financiering het aanbod van financiering vindt, door de divergente uitvoeringsmaatregelen *op zich* niet in gedrang lijkt te komen. Echter, de divergenties op nationaal niveau 2 houden een bevestiging in van de grenzen van de lidstaten, en kunnen daarom aanzien worden als een – zij het relatief beperkte – hindernis die de financiële integratie belemmert. Immers, er bestaat een risico dat een bepaalde interpretatie op het nationaal niveau 2 van de ene lidstaat niet consistent met dat van een andere lidstaat. De uitgevende instellingen (en hun raadgevers) zijn om deze reden verplicht te blijven denken binnen nationale grenzen, en zullen bij grensoverschrijdende transacties juridisch advies moeten inwinnen omtrent de interpretaties in andere lidstaten, hetgeen op zijn beurt de kosten en risico’s verhoogt. Deze kost is o.i. echter relatief beperkt aangezien – door de werking van de Prospectusrichtlijn – de interpretaties van de bevoegde toezichhoudende overheid van de lidstaat van herkomst in principe de bovenhand zullen halen¹⁴²⁵.

336. (...) MAAR BOVENAL EEN SUBSTANTIËLE OPPORTUNITEITSKOST. Wat we daarentegen met zekerheid moeten vaststellen, is de aanzienlijke opportuniteitskost die hier verscholen is. De expertise, kennis, maturiteit van de ene lidstaat werken niet systematisch door naar andere lidstaten. Toegegeven, dergelijke doorsijpelingen *kunnen* plaatsvinden via CESR (op Lamfalussy niveau 3). Maar er bestaat geen systematische, geïnstitutionaliseerde doorstroming van kennis en analyse door de toezichhoudende overheden. Het omzettingsschema van de Prospectusrichtlijn zelf is – wegens de omzettingsdeadline – grotendeels een parallel proces geweest, waardoor de lidstaten mekaar op het “nationaal niveau 1” weinig of niet hebben beïnvloed¹⁴²⁶. Tot op heden blijft dat, zoals de synthesetabel hierboven bevestigt, ook nog in ruime mate het geval voor de uitvoeringsmaatregelen die door de toezichhoudende overheden op “nationaal niveau 2” zijn afgekondigd.

337. VISUELE WEERGAVE VAN HET HUIDIG OMZETTINGSSCHEMA. De volgende figuur betracht het omzettingsschema dat we op basis van de synthesetabel hebben geformuleerd, visueel weer te geven waarbij “L” staat voor de diverse Lamfalussy niveaus (abstractie makend voor het vierde niveau), “N” staat voor de twee nationale niveaus en “a” resp. “b” staat voor lidstaat a resp. lidstaat b.

Figuur



¹⁴²⁴ In de volgende afdeling gaan we hierop in meer detail in.

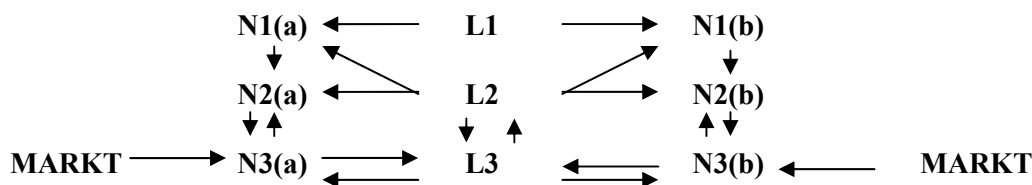
¹⁴²⁵ Idem.

¹⁴²⁶ Zie Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.3.

Uit deze figuur blijkt andermaal dat de uitvoeringsmaatregelen op nationaal niveau – N2(a) en N2(b) – mekaar slechts zullen beïnvloeden indien zij “doorsijpelen” naar het Lamfalussy niveau 3, via CESR. De Europese Commissie stelt omtrent dergelijke convergentie in haar mededeling van november 2007 dat “[e]r zijn verschillende instrumenten voorhanden om de toezichtconvergentie en de samenwerking tussen toezichthouders te versterken, zoals bemiddeling, delegatie van taken, gestroomlijnde rapportageverplichtingen en regelingen voor de uitwisseling van informatie en gegevens. Ook opleidingsprogramma's en uitwisselingen van personeel tussen toezichthouders kunnen een belangrijke rol spelen bij het ontstaan van een gemeenschappelijke toezichtcultuur”¹⁴²⁷. Verder kan gedacht worden aan delegaties van bepaalde taken tussen de toezichthoudende overheden¹⁴²⁸.

338. ALTERNATIEF OMZETTINGSSCHEMA. Er is hier echter een aanzienlijke opportuoneitskost verscholen die o.i. het fundamentele probleem vormt met het omzettingsschema van de Prospectusrichtlijn – en bij uitbreiding ook de Lamfalussy architectuur : behalve op CESR niveau is er geen institutioneel, sturend kader dat ertoe leidt dat de juridische analyses en innovaties van de ene lidstaat ook gebruikt kunnen worden in de andere lidstaat. Dat is eventueel een argument om te pleiten voor een geïntegreerde, Europese toezichthouder – minstens voor wat betreft marktverrichtingen – met diverse afdelingen in de lidstaten¹⁴²⁹. Een alternatief dat dichter bij de realiteit ligt – en o.i. verwezenlijkbaar is binnen de huidige institutionele context – zou erin kunnen bestaan om een publiek beschikbare gegevensbank aan te leggen met daarin alle uitvoeringsmaatregelen (in onze figuur N2(a) en N2(b)). Belangrijk daarbij is dat deze documenten vertaald zijn in één taal zodat ze voor alle marktparticipanten alsook hun raadgevers kosteloos kunnen worden geraadpleegd – bij voorkeur in de taal die op heden courant is op de financiële markten, nl. het Engels – en gerangschikt worden volgens een logische index – bij voorkeur de ordening van de Prospectusrichtlijn volgend, zodat andermaal marktparticipanten geen hinder zouden ondervinden bij de consultatie van deze gegevensbank. Om een maximale toegankelijkheid te garanderen zou deze gegevensbank beschikbaar moeten zijn op de website van CESR (en niet alleen op de website van de diverse nationale toezichthoudende overheden). Deze gegevensbank zou in de eerste plaats een intern instrument van informatie-uitwisseling – en kruisbestuiving van know-how – zijn tussen de verschillende toezichthouders, waarbij formele en informele contacten kunnen worden gecreëerd. Maar belangrijker nog, zullen de toezichtsmiddelen in de Europese Unie efficiënter kunnen worden aangewend. Ongeacht of het document een vertaling – maar voor het overige identieke versie – of een origineel zou zijn van het document op niveau N2, wordt het door opname in de gegevensbank die voor de andere toezichthouders rechtstreeks toegankelijk is, een document op het niveau tussen de toezichthouders, zeg maar een “nationaal niveau 3”. De volgende figuur geeft dergelijk schema visueel weer.

Figuur



¹⁴²⁷ EUROPESE COMMISSIE, “Mededeling – Evaluatie van de Lamfalussy-procedure : Bevorderen van de toezichtconvergentie”, 20 november 2007, COM(2007)727 definitief, op 7.

¹⁴²⁸ E. WYMEERSCH, “CESR, A Building Block in Europe’s Future Financial Regulatory System”, *Euredia*, 2007-2008/1, 15, 17: “New tools should be considered. [...] Delegation of supervisory tasks will be proposed before the end of 2007 as an essential instrument in making cross border supervision more efficient, and less burdensome”.

¹⁴²⁹ Zoals in de algemene inleiding aangegeven, valt dergelijke discussie buiten het bestek van het onderzoek.

Een dergelijk schema onderschrijft zich uiteraard in de logica van de coöperatieve harmonisatie¹⁴³⁰. Niettemin moet o.i. de convergentie in dit schema niet noodzakelijk uitsluitend vanuit de hoek van de toezichthoudende overheden komen. Immers, indien de gegevensbank niet alleen beschikbaar wordt gesteld aan alle toezichthoudende overheden, maar ook rechtstreeks aan het publiek, wordt aan de markspelers (de “markt”) de mogelijkheid geboden – zonder daartoe verplicht te zijn – om zelf op zoek te gaan naar relevante uitvoeringsmaatregelen op “nationaal niveau 3” en deze in te roepen als “precedent” – of meer precies “suggesties”, aangezien het wellicht te ver zou gaan om een echte precedentswaarde te verlenen aan uitspraken van toezichthoudende overheden van andere lidstaten – voor de toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst. Neem opnieuw als voorbeeld de vraag of teakhoutprojecten “effecten” uitmaken in de zin van de Prospectusrichtlijn; indien deze vraag zich bijvoorbeeld in België zou stellen, kan de relevante markspeler de Nederlandse “oplossing” als precedent inroepen. Indien de Belgische toezichthoudende overheid deze oplossing niet aanvaardt, zou zij dit kunnen voorleggen binnen het “Lamfalussy niveau 3”. Op deze wijze wordt een cirkel van verplichte convergentie ingebouwd. Dit zou uiteraard een belangrijke motor kunnen zijn voor een aanzienlijke convergentie en kruisbestuiving die gestuurd wordt vanuit de markt. *De lege ferenda* zou bijgevolg een volgende toevoeging aan de bestaande tekst van de Prospectusrichtlijn kunnen worden overwogen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De bevoegde autoriteit van de lidstaat dient alle maatregelen ter uitvoering van deze richtlijn te publiceren in een CESR gegevensbank, waarop alle uitvoeringsmaatregelen per onderwerp en vertaald in het Engels, beschikbaar zullen zijn voor het publiek.

339. ALGEMENE PROSPECTUSVERORDENING? Het is bovendien aanbevolen om de vraag naar voren te schuiven of de coöperatieve harmonisatie die besloten is in de Prospectusrichtlijn, niet alleen versterkt zou moeten worden door een geïnstitutionaliseerde informatie-uitwisseling, maar ook door een *Algemene Prospectusverordening* (die bepaalde aspecten van de bestaande Prospectusrichtlijn op een verordeningniveau reguleert). In de rechtsvergelijkende analyse die hieronder zal plaatsvinden, zal hieraan specifiek aandacht worden besteed.

2.5. TUSSENTIJDEN BESLUIT

In dit Hoofdstuk werd het omzettingsproces van de Prospectusrichtlijn geanalyseerd. Uit ons onderzoek bleek dat de omzetting in de meeste lidstaten tijdig is gebeurd (met uitzondering voor België en Italië). Dit is consistent met de analyse inzake de “coöperatieve harmonisatie”. Verder is onderzocht wat de belangrijkste bronnen zijn van de prospectusreglementering in de onderzochte jurisdicties. Het rechtsvergelijkend overzicht is samengevat in een synthesesetabel, op basis waarvan drie vaststellingen werden gemaakt. Ten eerste bestaat in alle onderzochte jurisdicties een algemene wetgevende maatregel naast meer gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen. Dit vormt als het ware een “nationale weerspiegeling” van het onderscheid tussen Lamfalussy niveau 1 en Lamfalussy niveau 2. In elk van de onderzochte jurisdicties kan men spreken van een “nationaal niveau 1” en een “nationaal niveau 2”. In dezelfde lijn werd een tweede vaststelling gemaakt: de “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen worden in de meeste gevallen uitgevaardigd door de toezichthoudende overheid. Ten slotte, toont een inhoudelijke synthese van de “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen aan dat de toezichthoudende overheden relatief heterogene onderwerpen hebben geregeld, op een heterogene, divergente wijze.

¹⁴³⁰ Zie Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1 hierboven.

Hoewel de uitgevende instellingen doorgaans enkel te maken krijgen met één toezichthoudende overheid, lijken dergelijke divergenties de grenzen van de lidstaten te bevestigen en bijgevolg de toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 moeilijk te doorstaan. Bovendien is hier een aanzienlijke opportuniteitskost verscholen, aangezien de expertise, kennis, maturiteit van de ene lidstaat niet systematisch doorwerkt naar de andere lidstaten. Om deze reden stellen we een alternatief voor, gebaseerd op een – op het niveau van CESR georganiseerde – gegevensbank die (i) voor alle toezichthouders en voor het publiek rechtstreeks en kosteloos toegankelijk is, en (ii) met daarin alle uitvoeringsmaatregelen logisch gerangschikt per onderwerp en, bij voorkeur, in het Engels, als (iii) een instrument van permanente kruisbestuiving tussen de verschillende toezichthouders en als instrument voor “precedenten” (of, beter, “suggesties”) voor de toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst. Op deze wijze wordt optimaal een cirkel van verplichte convergentie ingebouwd, hetgeen een belangrijke motor kan zijn voor een aanzienlijke convergentie en kruisbestuiving die gestuurd wordt vanuit de markt.

HOOFDSTUK 2

DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT

In dit tweede Hoofdstuk wordt de geharmoniseerde prospectusplicht onderzocht. Voorafgaandelijk daaraan wordt in Afdeling 1 kort nagegaan hoe de toezichhoudende overheid wordt aangeduid die bevoegd zal zijn voor de goedkeuring van het prospectus. In Afdelingen 2 en 3 wordt vervolgens de geharmoniseerde prospectusplicht aan een kritisch onderzoek onderworpen, namelijk de prospectusplicht wegens de aanbidding van effecten aan het publiek (Afdeling 2) en de prospectusplicht wegens de toelating van effecten tot de verhandeling op de gereguleerde markt (Afdeling 3). Ten slotte wordt in Afdeling 4 de notie “effecten” belicht.

AFDELING 1. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE BEVOEGDHEIDSAANDUIDING VAN DE TOEZICHTHOUDENDE OVERHEID

1.1. OPZET

340. OPZET. De geharmoniseerde prospectusplicht is gebaseerd op het principe – met uitzonderingen weliswaar – van goedkeuring van het prospectus *door de bevoegde toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst*. Daarom zijn de in de Prospectusrichtlijn vastgestelde definities van respectievelijk de lidstaat van herkomst en de lidstaat van ontvangst cruciaal voor een goede werking van de Prospectusrichtlijn¹⁴³¹, en is het, meer algemeen, van belang om correct te bepalen wie de bevoegde toezichthoudende overheid is. In de bespreking hieronder wordt daarom vooreerst de regeling van de bevoegdheidsaanwijzing van de toezichthoudende overheid in de Prospectusrichtlijn geanalyseerd. Ten tweede wordt onderzocht hoe deze regeling is omgezet in de diverse onderzochte jurisdicties. Ten slotte wordt nagegaan of deze omzetting al dan niet problematisch is wanneer deze getoetst wordt aan de harmonisatietest van Deel 1.

1.2. ANALYSE VAN DE BEVOEGDHEIDSAANDUIDENDE REGELS VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

1.2.1. De regeling van de bevoegdheidsaanwijzing

341. DEFINITIE VAN DE “LIDSTAAT VAN HERKOMST” IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Volgens de consideransen van de Prospectusrichtlijn dient de “lidstaat van herkomst” de lidstaat te zijn “die in de beste positie verkeert om toezicht uit te oefenen op de uitgevende instelling”¹⁴³². De toezichthoudende overheid die bevoegd is om het prospectus goed te keuren, wordt in beginsel niet meer transactie per transactie bepaald¹⁴³³. Zoals verder blijkt, zal een uitgevende instelling in principe¹⁴³⁴ te maken krijgen met slechts één bevoegde toezichthoudende overheid, namelijk deze van de lidstaat van herkomst. De regels die de bevoegdheid van de respectieve lidstaat van herkomst aanduiden, zijn evenwel het product van opeenvolgende – politiek onderhandelde – wijzigingen en zijn als gevolg daarvan complex¹⁴³⁵.

¹⁴³¹ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, 30 mei 2001, COM(2001)280 definitief, op 9.

¹⁴³² Considerans nr. 14 Prospectusrichtlijn.

¹⁴³³ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “The Prospectus Directive”, februari 2003 (18 p.), 11; LINKLATERS, “Issuer alert. EU regime change”, maart 2005 (19 p.), 6 : “At present, an issuer of securities is subject to the jurisdiction of each member state in which it chooses to list or offer its securities to the public. The country where the issuer is incorporated or established is not relevant. Thus, for example, if a UK company applies for listing of its shares in Luxembourg, but not London, the listing particulars will be approved by the Luxembourg competent authority and the content will be dictated, in large measure, by Luxembourg’s implementation of the existing EU directives. Under the new Prospectus Directive, approval of the prospectus must always be given in the “home member state”. This removes some of the flexibility to choose between regulatory regimes that issuers currently have. Arguably, this should not matter because the new regime is intended to operate in a harmonised fashion across the EU, but there is a risk that some competent authorities will, in practice, be less flexible, or less efficient, than others. This is a particular risk where an issuer is offering a novel or complex type of security”.

¹⁴³⁴ Tenzij voor effecten met een hoge waarde (zie verder).

¹⁴³⁵ In het Oorspronkelijke voorstel was in art. 2.1.g een (eenvoudige) definitie voorzien van “lidstaat van herkomst van een emittent”, nl. de lidstaat waar een emittent zijn statutaire zetel heeft, of, wanneer het een emittent met statutaire zetel in een derde land betreft, de lidstaat waar de effecten van de emittent voor de eerste maal tot de handel zijn toegelaten (Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, 30 mei 2001, COM(2001)280 definitief, 25). In het Gewijzigd voorstel van richtlijn is de definitie van “lidstaat van herkomst” aangepast om bepaalde emittenten van effecten met een hoge nominale waarde per eenheid vrij te laten bij de keuze van hun bevoegde autoriteit (Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet

Samengevat, wordt de bevoegde toezichhoudende overheid bepaald door drie componenten.

342. EERSTE COMPONENT. De eerste – en doorgaans meest belangrijke – component die van belang is voor het antwoord op de vraag welke de bevoegde toezichhoudende overheid is, is de statutaire zetel van de uitgevende instelling¹⁴³⁶ : in welke lidstaat is deze zetel gelegen, of is deze gelegen buiten de E.E.R.?

343. TWEEDE COMPONENT. Een tweede component betreft de soort effecten die wordt aangeboden. De Prospectusrichtlijn maakt een onderscheid tussen de effecten met en zonder aandelenkarakter, en binnen de categorie van de effecten zonder aandelenkarakter wordt een bijkomend onderscheid gemaakt tussen de effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde per effect kleiner dan EUR 1.000 en de overige effecten zonder aandelenkarakter¹⁴³⁷. Effecten met aandelenkarakter zijn aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen verhandelbare effecten¹⁴³⁸. Effecten zonder aandelenkarakter zijn daarentegen alle effecten die geen effecten met een aandelenkarakter zijn¹⁴³⁹.

344. DERDE COMPONENT. Een derde en laatste component is de lidstaat waar de transactie plaatsvindt, namelijk: de lidstaat waar de effecten aan het publiek worden aangeboden en/of de lidstaat waarin de gereglementeerde markt zich bevindt¹⁴⁴⁰.

345. BEVOEGDHEIDSDELEGATIE. Volledigheidshalve kan worden opgemerkt dat de Prospectusrichtlijn ook voorziet in de mogelijkheid tot bevoegdheidsdelegatie van de bevoegde

worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Toelichting, 9 augustus 2002, COM(2002)460 definitief, 11). Niettemin verschilde ook het Gewijzigd voorstel substantieel van de definitieve tekst. Zo was in het Gewijzigd voorstel de grens van de nominale waarde niet 1.000 euro, maar 50.000 euro (de grens werd achteraf verlaagd, op grond van de argumentatie van de financiële sector dat *wholesale* emissies meestal in uitgiften met een nominale waarde van lager dan 50.000 euro plaatsvonden; zie FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “The Prospectus Directive”, februari 2003 (18 p.), 3). Zo was bepaald dat ingeval het effecten (met uitzondering van gewone aandelen) met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 euro betrof, de “lidstaat van herkomst” de lidstaat zou zijn waar ofwel de emittent zijn statutaire zetel heeft, ofwel de gekozen lidstaat waar de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn of zullen worden toegelaten of waar de effecten aan het publiek worden aangeboden (oud art. 2.1.m.i). In de andere gevallen, zou, indien het een EU-emittent van effecten met een nominale waarde per eenheid van minder dan 50.000 euro betrof, de “lidstaat van herkomst” de lidstaat zijn waar de emittent zijn statutaire zetel heeft (oud art. 2.1.m.ii). Indien het tenslotte een emittent betrof waarvan de statutaire zetel in een derde land was gelegen en waarvan de effecten een nominale waarde per eenheid van minder dan 50.000 EUR hadden, zou de “lidstaat van herkomst” de gekozen lidstaat zijn waar de effecten voor de eerste maal na de inwerkingtreding van de richtlijn zouden worden aangeboden of waar het eerst toelating tot de handel op een gereglementeerde markt zou worden aangevraagd (oud art. 2.1.m.iii). Wat daarnaast art. 30.1 Prospectusrichtlijn betreft, bestond dergelijke overgangsregeling in het eerste ontwerp niet; art. 27 van het Oorspronkelijk voorstel stelde enkel een algemeen tijds kader dat emittenten die reeds genoteerd waren verplichte tot het indienen van een registratiedocument bij de toezichhoudende overheid van hun lidstaat van herkomst. In het Gewijzigd voorstel werd deze verplichting gewijzigd in een overgangsregeling die enkel de emittenten van wie de statutaire zetel in een derde land gelegen was en van wie de effecten reeds tot de handel op een gereglementeerde markt waren toegelaten, verplichte om de lidstaat van herkomst te kiezen en de toezichhoudende overheid op uiterlijk op 31 december 2005 van zijn beslissing in kennis te stellen. Dat laatste komt met andere woorden overeen met de definitieve tekst van art. 30.1 Prospectusrichtlijn, hoewel door samenlezing met art.2.1.m.iii, de strekking ervan in het Gewijzigd voorstel anders (ruimer; aangezien de grens in het Gewijzigd voorstel op 50.000 euro lag) was dan de strekking die deze overgangsregeling heeft gekregen in de uiteindelijke versie van de Prospectusrichtlijn (zie in detail hierna).

¹⁴³⁶ Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567.

¹⁴³⁷ Idem.

¹⁴³⁸ Deze effecten bevatten ook andere categorieën verhandelbare effecten die recht geven tot het verkrijgen van om het even welke van de eerstgenoemde effecten door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten. Zie artikel 2.1,b Prospectusrichtlijn. Mits echter de laatstgenoemde categorie effecten is uitgegeven door de uitgevende instelling die de onderliggende aandelen heeft uitgegeven, of door een entiteit die tot de groep van die uitgevende instelling behoort.

¹⁴³⁹ Artikel 2.1,c Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁴⁰ Cf. Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567. Er kan worden opgemerkt dat de Nederlandse wetgever het in de toelichting enkel heeft over de plaats van de aanbieding, terwijl ook de plaats van de notering relevant kan zijn.

toezichthoudende overheid aan een toezichthoudende overheid van een andere lidstaat. Zo bepaalt de Prospectusrichtlijn dat de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst de goedkeuring van een prospectus aan de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat kan overdragen, mits deze bevoegde autoriteit daarmee instemt, en mits kennisgeving daarvan aan de uitgevende instelling¹⁴⁴¹. Uit het rapport dat CESR in juni 2007 publiceerde omtrent de *Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation* blijkt dat in de periode tussen 1 juli 2005 en juni 2007 in tien gevallen een delegatie heeft plaatsgevonden van de ene toezichthoudende overheid aan een andere toezichthoudende overheid¹⁴⁴². CESR concludeert in dat verband dat : “[t]he experience in these cases has proved satisfactory for issuers and [competent authorities] involved. [...] The feedback from the issuers involved has been positive”¹⁴⁴³.

1.2.2 Concrete regeling

346. ALGEMENE REGEL. Als algemene regel is de “lidstaat van herkomst” de lidstaat waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft¹⁴⁴⁴.

347. KEUZEMOGELIJKHEID. Deze algemene regel geldt voor alle effecten voor zover “die niet onder punt ii) [nl. art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn] vallen”¹⁴⁴⁵. Als uitzondering op deze algemene regel voorziet art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn in bepaalde gevallen in een keuzemogelijkheid : de “lidstaat van herkomst” zal dan ofwel de lidstaat zijn waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft, ofwel de door de uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van de toelating tot de handel, gekozen lidstaat waar de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn of zullen worden toegelaten of waar de effecten aan het publiek worden aangeboden¹⁴⁴⁶. Er zijn drie soorten aanbiedingen aan het publiek of toelatingen tot de verhandeling op een gereglementeerde markt die ressorteren onder punt ii), namelijk in het geval van effecten zonder aandelenkarakter, met een nominale waarde per eenheid van ten minste 1.000 EUR¹⁴⁴⁷; in het geval van effecten zonder aandelenkarakter in een andere valuta dan euro, mits de minimale nominale waarde nagenoeg gelijk is aan 1.000 EUR¹⁴⁴⁸; en tenslotte in het geval van effecten zonder aandelenkarakter die recht geven op het verkrijgen van ongeacht welke verhandelbare effecten of op het ontvangen van een geldbedrag, door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten, op voorwaarde dat de uitgevende instelling van de effecten zonder aandelenkarakter niet de uitgevende instelling is die de onderliggende effecten heeft uitgegeven, of een entiteit die tot de groep van die uitgevende instelling behoort¹⁴⁴⁹.

348. BIJZONDERE KEUZEMOGELIJKHEID VOOR NIET-E.E.R. UITGEVENDE INSTELLINGEN. Er is nog voorzien in een bijkomende keuzemogelijkheid. Als algemene regel kan men stellen dat voor een uitgevende instelling van effecten die niet onder punt ii) vallen (zie vorig randnummer), met statutaire zetel in een derde land (namelijk buiten de E.E.R.) (verder aangeduid als de “niet-E.E.R. uitgevende instellingen”), de “lidstaat van herkomst” de lidstaat zal zijn die wordt gekozen¹⁴⁵⁰ als lidstaat waar de effecten voor de eerste maal na de datum van inwerkingtreding van de Prospectusrichtlijn¹⁴⁵¹ aan het publiek zullen worden aangeboden of waar het eerst toelating tot de handel op een gereglementeerde

¹⁴⁴¹ Art. 13.5 Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁴² Idem, 13-14.

¹⁴⁴³ Idem, 14.

¹⁴⁴⁴ Art. 2.1.m.i) Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁴⁵ Idem.

¹⁴⁴⁶ Art. 2.1.m.ii) Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁴⁷ Idem.

¹⁴⁴⁸ Art. 2.1.m.ii), *in fine* Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁴⁹ Art. 2.1.m.ii) Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁵⁰ Door de uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van de toelating tot de handel.

¹⁴⁵¹ Luidens artikel 32 Prospectusrichtlijn, trad deze richtlijn in werking op de dag van haar bekendmaking in het Publicatieblad van de Europese Unie, met name 31 december 2003.

markt wordt aangevraagd¹⁴⁵². Het voorgaande is echter onder voorbehoud dat de niet-E.E.R. uitgevende instelling achteraf nog een andere keuze zou maken indien de lidstaat van herkomst niet volgens haar voorkeur is bepaald¹⁴⁵³. De concrete regeling was daarenboven nog een stuk complexer, met een overgangsregeling die sinds 31 december 2003 moest worden toegepast. Concreet kwam het regime voor niet-E.E.R. uitgevende instellingen op het volgende neer. Werden na 31 december 2003 schuldeffecten met een hoge nominale waarde uitgegeven (nl. 1.000 EUR of meer¹⁴⁵⁴), dan kon de niet-E.E.R. uitgevende instelling voor de bepaling van de “lidstaat van herkomst” een keuze maken tussen de lidstaat waar deze effecten werden genoteerd of de lidstaat waar de effecten openbaar werden aangeboden¹⁴⁵⁵. Werden na 31 december 2003 aandelen of schuldeffecten met een lage nominale waarde (nl. minder dan 1.000 EUR) uitgegeven, dan had de niet-E.E.R. uitgevende instelling de keuze om als “lidstaat van herkomst” ofwel de lidstaat te kiezen waar de effecten *voor de eerste maal na 31 december 2003* aan het publiek werden aangeboden ofwel de lidstaat waar na 31 december 2003 het eerst de notering werd aangevraagd, tenzij deze uitgevende instelling “achteraf” een keuze zou maken indien de lidstaat van herkomst niet volgens haar voorkeur was bepaald. Dat laatste moest worden samengelezen met artikel 30.1 Prospectusrichtlijn, namelijk dat de uitgevende instelling *waarvan de effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten* haar “bevoegde autoriteit [kiest] overeenkomstig [artikel 2.1.m.iii]” en “de bevoegde autoriteit van de [...] gekozen lidstaat van herkomst uiterlijk op 31 december 2005 [...] in kennis stelt”¹⁴⁵⁶.

1.2.3. Kritische geluiden uit de rechtspraak omtrent deze regeling en de interpretatieve nota van de Commissie

349. ANALYSE VAN DE LITERATUUR. Een analyse van de literatuur omtrent de bevoegdheidsaanzwijzende regels van de Prospectusrichtlijn leidt tot de vaststelling dat vooral door advocatenkantoren en practici geschreven werd, en dat het onderwerp veelal beperkt was tot de regeling aangaande de niet-E.E.R. uitgevende instellingen¹⁴⁵⁷. CLEARY GOTTLIEB noemde het één van de meest controversiële interpretatieve probleemgebieden van de Prospectusrichtlijn, dat tot een significante onzekerheid aanleiding zou geven¹⁴⁵⁸. FRESHFIELDS waarschuwde dat de bevoegdheidsaanzwijzende regels verre van duidelijk waren en dat het risico op een verkeerde inschatting aanzienlijk was¹⁴⁵⁹. Door de toenmalige INTERNATIONAL PRIMARY MARKET ASSOCIATION (IPMA)¹⁴⁶⁰ werd gesteld dat deze bepalingen juridisch dubbelzinnig waren, en ook praktisch moeilijk realiseerbaar, aangezien toezichhoudende overheden zich moeten baseren op feitelijke informatie waarover ze zelf niet

¹⁴⁵² Art. 2.1.m.iii), *in fine* Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁵³ Idem.

¹⁴⁵⁴ Of, indien in een andere valuta uitgedrukt, een bedrag dat “nagenoeg gelijk” is aan 1.000 EUR. Zie verder hieronder.

¹⁴⁵⁵ De derde keuzemogelijkheid van art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn (namelijk de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft) is voor de niet-E.E.R. uitgevende instellingen per definitie uitgesloten. Dat volgt niet uitdrukkelijk, maar impliciet uit de Prospectusrichtlijn. Zie, in dezelfde zin, CCSF, “Circulaire CCSF 05/224 – Choix de l’Etat membre d’origine pour émetteurs de pays tiers ayant des titres admis à la négociation au 1 juillet 2005 et notification par ces émetteurs de leur choix avant le 31 décembre 2005”, 2005 (5 p.), 2.

¹⁴⁵⁶ Art. 30.1 Prospectusrichtlijn.

¹⁴⁵⁷ Vb. ARTHUR COX, “Structured Finance Bulletin – Capital Markets Group”, mei 2005 (4 p.), 2 : “[...] whether intentionally or inadvertently, the Directive has thrown up a number of difficult issues mostly around the concept of where an issuer’s home Member State is to be”.

¹⁴⁵⁸ CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.), 2.

¹⁴⁵⁹ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “How the Prospectus Directive Will Affect Issuers”, november 2004 (7 p.), 5; zie tevens S. REVELL (FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER), “Analysing the Prospectus Directive and its implementation across Europe”, Euromoney Prospectus Directive Conference (Londen), 5 juni 2006 (16 p.), 6 en 12.

¹⁴⁶⁰ Dit is op heden de INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA).

beschikken¹⁴⁶¹. De LAW SOCIETY voegde daaraan toe dat de bepalingen moeilijk toepasbaar waren, in het bijzonder in de context van multi-jurisdictionele aanbiedingen¹⁴⁶². In dergelijke internationale aanbiedingen is er immers niet zelden geen “herkomst” jurisdictie, met als gevolg dat het voor uitgevende instellingen onduidelijk zou zijn welke lidstaat precies de “lidstaat van herkomst” is¹⁴⁶³. Het verst ging het FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, een in 2002 opgerichte denkgroep, ondersteund door de BANK OF ENGLAND en waarin de FSA alsook een aantal financiële instellingen en Angelsaksische advocatenkantoren zijn vertegenwoordigd¹⁴⁶⁴. Volgens een rapport van het FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE stelt art. 2.1.m.iii een bijzonder probleem, aangezien het verwijst naar “effecten [die] voor de eerste maal [na 31 december 2003] aan het publiek zullen worden aangeboden”, terwijl de definitie van “aanbieding aan het publiek” pas tegen 1 juli 2005 omgezet diende te zijn in de lidstaten¹⁴⁶⁵. De vraag die daaruit voortkwam, is of art. 2.1.m.iii Prospectusrichtlijn moest beoordeeld worden aan de hand van de definitie in de Prospectusrichtlijn of aan de hand van de op dat ogenblik geldende definities in de diverse lidstaten¹⁴⁶⁶. Volgens de werkgroep bestonden juridische argumenten voor en tegen beide interpretaties; de eerste interpretatie stelde niettemin een reeks praktische problemen, in het bijzonder voor niet-E.E.R. uitgevende instellingen zonder notering in de E.E.R.¹⁴⁶⁷ doch met een aandelenoptieplan in diverse lidstaten : indien deze instellingen geen openbaar aanbod (in de zin van de oude wetgeving) hadden gedaan, kon niet worden uitgesloten dat dergelijk aanbod toch als een openbare aanbieding (in de zin van de Prospectusrichtlijn) zou worden gekwalificeerd, en ze aldus onbewust de “lidstaat van herkomst” daar hadden gekozen¹⁴⁶⁸. Om deze reden werd door het FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE geijverd voor een initiatief van de Europese Commissie waarin deze zou bevestigen dat tot 1 juli 2005 de oude, nationale, definities zouden blijven gelden, met bovendien een zogenaamde “grandfathering clause”, die niet-E.E.R. uitgevende instellingen een soort “tweede kans” zou geven om een “lidstaat van herkomst” te kiezen¹⁴⁶⁹. Sommige Angelsaksische advocatenkantoren gingen zelfs zo ver om in hun adviezen klanten op te roepen om zelf de Europese

¹⁴⁶¹ INTERNATIONAL PRIMARY MARKET ASSOCIATION, “Response to HM Treasury Consultation of October 2004 on implementation of the Prospectus Directive”, ongedateerd, 6-7, 3.7. Hieraan werd een aansprakelijkheidsargument gekoppeld : “In this context, [...] the UK Listing Authority [is required] to withhold approval of a prospectus unless it is satisfied that the requirements of the Directive are satisfied – including the fact that it is the home state competent authority. Failure to do so may expose the UK Listing Authority to liability, including perhaps a claim for breach of statutory duty. For these reasons, it would be desirable to provide that approval of a prospectus once given by any competent authority in the EU is valid, notwithstanding the fact that it is subsequently found that that authority was not the home state”.

¹⁴⁶² LAW SOCIETY (STANDING COMMITTEE ON COMPANY LAW), UK implementation of the prospectus directive 2003/71/EC (response of the Law Society's Standing Committee on Company Law to the consultation document ‘UK implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC’ published by HM Treasury and the FSA in October 2004), ongedateerd (6 p.), 4, nr. 4.

¹⁴⁶³ Idem, nr. 4 : “If the offerings all commenced at the same time there can be no single jurisdiction in which the securities were intended to be offered for the first time. Where applications for trading are made in more than one member state, the vagaries of different application procedures (which will not be harmonised under the Prospectus Directive) may mean that different steps along the application process can be required at different stages in different member states for no great purpose. How, in these circumstances, can it be determined at which stage the first application to admission to trading has been made?”

¹⁴⁶⁴ De vertegenwoordiging verschilt afhankelijk van de werkgroepen. De volgende drie advocatenkantoren waren in de werkgroep omtrent de Prospectusrichtlijn vertegenwoordigd: SHEARMAN & STERLING (J. Bartos), LINKLATERS (L. Burn) en CLIFFORD CHANCE (H. Motani). Daarnaast was de FSA (M. Butler) vertegenwoordigd. Elkeen spreekt in eigen naam en vertegenwoordigd niet noodzakelijk de visie van de organisatie waarvan hij deel uitmaakt. Zie FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, “Issue 89: Prospectus Directive – Choice of Home Member State Working Group”, september 2004 (7 p.), 2. Zie tevens www.fmlc.org.

¹⁴⁶⁵ Idem, 4.

¹⁴⁶⁶ Idem, 4-5.

¹⁴⁶⁷ Indien zij op 1 juli 2005 een notering hadden, konden zij immers gebruik maken van art. 30.1 Prospectusrichtlijn (zie eveneens hierna). Volgens het FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE kon een snelle notering een mogelijkheid bieden om toch nog te ontsnappen aan de onbewuste keuze van de “lidstaat van herkomst”. Niettemin werd opgemerkt dat dit bezwaarlijk een optimale oplossing kon worden genoemd indien de niet-E.E.R. uitgevende instellingen geen commerciële redenen hadden om over te gaan tot een notering (idem, 6).

¹⁴⁶⁸ Idem, 5.

¹⁴⁶⁹ Idem, 6.

Commissie of CESR te contacteren¹⁴⁷⁰.

350. INTERPRETATIEVE NOTA VAN DE EUROPESE COMMISSIE. Onder druk van dergelijke pleidooien, nam de Europese Commissie inderdaad een initiatief, en publiceerde op 3 oktober 2005 een niet-bindende¹⁴⁷¹ interpretatieve nota¹⁴⁷². De Commissie ging evenwel niet in op de meer verregaande voorstellen van het FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE inzake de toepassing van art. 2.1.m.iii, maar beperkte zich tot art. 30.1 Prospectusrichtlijn¹⁴⁷³. Deze nota bevat drie elementen van interpretatie. Ten eerste is art. 30.1 Prospectusrichtlijn enkel van toepassing indien de niet-E.E.R. uitgevende instellingen reeds waren toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt in de E.E.R. én indien op 1 juli 2005 deze effecten nog steeds aldus toegelaten waren¹⁴⁷⁴. In overeenstemming met art. 2.1.m.iii Prospectusrichtlijn moet, ter bepaling van de “lidstaat van herkomst”, de openbare aanbidding van effecten hebben plaatsgevonden na 31 december 2003¹⁴⁷⁵. *A contrario* zijn openbare aanbiddingen die voor deze datum hadden plaatsgevonden, niet relevant ter bepaling van de “lidstaat van herkomst”. Deze restrictie in de tijd geldt evenwel niet voor de notering¹⁴⁷⁶. Ten tweede, indien de niet-E.E.R. uitgevende instelling – die dus op 1 juli 2005 een notering in de E.E.R. had¹⁴⁷⁷ – tussen 31 december 2003 en 31 december 2005 geen aanbidding aan het publiek heeft gedaan, is de lidstaat van herkomst “de lidstaat die kan worden gekozen omwille van de notering op een gereglementeerde markt”¹⁴⁷⁸. Indien daarentegen de niet-E.E.R. uitgevende instelling, weliswaar op 1 juli 2005 een notering in de E.E.R. had, maar tussen 31 december 2003 en 31 december 2005 bovendien ook nog een openbare aanbidding had gedaan, is de lidstaat van herkomst, naar keuze van de uitgevende instelling, ofwel de lidstaat waar dergelijke openbare aanbidding is gedaan, ofwel “de lidstaat die kan worden gekozen omwille van de notering op een gereglementeerde markt”¹⁴⁷⁹. Deze keuze moest wel worden gemaakt voor 31 december 2005¹⁴⁸⁰. Ten aanzien van dit standpunt merkte CLEARY GOTTLIEB in november

¹⁴⁷⁰ SIDLEY AUSTIN BROWN & WOOD, “EU Prospectus and Transparency”, oktober 2004 (8 p.), 4 : “Readers of this memorandum are urged to raise this recommendation directly with the Commission with CESR or with the appropriate authorities in Member States other than the UK or through the diplomatic channels available to non-EU states”.

¹⁴⁷¹ Cf. “This note expresses the views of staff members of the Internal Market DG, and does not bind the European Commission as an institution. The Commission would be entitled to take a position different to that set out in this note in any future judicial proceedings, including infraction procedures, concerning the relevant provisions. The views expressed in this note are also subject to the further caveat that only the European Court of Justice can give a legally binding interpretation of provisions of EC legislation”. Zie tevens CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.), 2.

¹⁴⁷² EUROPESE COMMISSIE, “Prospectus Directive – Determination of home Member State for third country issuers with traded securities”, 3 oktober 2005 (2 p.). Zie hieromtrent tevens D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3, op 29 e.v.

¹⁴⁷³ Zie vb. CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.), 2 : “The Commission’s note attempts to clarify the interpretation of certain aspects of these provisions as they relate to non-EEA issuers with securities trading in an EEA regulated market on July 1, 2005, but does not address many others, including the definition of “public offer” for purposes of a Home Member State determination”.

¹⁴⁷⁴ EUROPESE COMMISSIE, “Prospectus Directive – Determination of home Member State for third country issuers with traded securities”, 3 oktober 2005 (2 p.), 1.

¹⁴⁷⁵ *Idem*, 1.

¹⁴⁷⁶ *Idem*, 1. Cf. “An offer to the public which is capable of determining the home Member State of a third country issuer must take place after 31st December 2003, whereas there is no such restriction on the timeframe in which an application for admission to trading must take place if it is to be relevant to the determination of the home Member State”.

¹⁴⁷⁷ Anders zou art. 30.1 Prospectusrichtlijn niet van toepassing zijn (zie vorig randnummer).

¹⁴⁷⁸ *Idem*, 1. Cf. “State which is eligible by reason of the admission of the securities of the issuer to a regulated market”.

¹⁴⁷⁹ *Idem*, 1. Cf. “State which is eligible by reason of the admission of the securities of the issuer to a regulated market”.

¹⁴⁸⁰ *Idem*, 1.

2005 op dat, hoewel op basis van de tekst van de interpretatieve nota geen zekerheid kon worden bekomen, de Commissie leek te impliceren dat *wat de openbare aanbidding betreft*¹⁴⁸¹ het uitsluitend de *eerste* openbare aanbidding was die na 31 december 2003 plaatsvond die de “lidstaat van herkomst” kon bepalen¹⁴⁸². Men kan het o.i. hiermee eens zijn, doch evenwel om een andere reden : aangezien de Commissie daarover geen uitspraak deed, dient men immers terug te grijpen naar de tekst van de Prospectusrichtlijn – die het uitdrukkelijk heeft over de “eerste” openbare aanbidding. Dan blijft nog het hierboven aangehaalde probleem van de definitie van “openbare aanbidding” voor 1 juli 2005. LINKLATERS stelde dat voor deze “eerste” openbare aanbidding enkel de definitie relevant is, zoals deze gold in het recht van de betrokken lidstaat voordat de Prospectusrichtlijn was omgezet¹⁴⁸³. CLEARY GOTTLIEB ging daarentegen verder door te argumenteren dat voor deze “eerste” openbare aanbidding die per hypothese tussen 1 januari 2004 en 30 juni 2005 zou hebben plaatsgevonden, een cumulatieve definitie zou gelden, namelijk dat deze diende te voldoen zowel aan de definitie die voor de omzetting van de Prospectusrichtlijn in de relevante lidstaat gold als aan de definitie van “openbare aanbidding” in de Prospectusrichtlijn¹⁴⁸⁴. Het begrip “openbare aanbidding” in de zin van de Prospectusrichtlijn is bijzonder ruim¹⁴⁸⁵, zodat verrichtingen die onder het oude recht van de lidstaten onder een vrijstelling vielen, eventueel toch konden gekwalificeerd worden als “openbare aanbidding” in de zin van de richtlijn¹⁴⁸⁶. O.i. zijn de argumenten voor een dergelijke cumulatieve toepassing weinig overtuigend. Tussen 31 december 2003 en de datum dat de Prospectusrichtlijn in de respectieve lidstaten is omgezet – of uiterlijk op 1 juli 2005 moest zijn omgezet – gold in elke lidstaat een eigen prospectusreglementering die bepaalde welk soort verrichtingen openbaar was, en welke niet. Het al dan niet openbaar karakter van een verrichting moest – en kon – dus enkel beoordeeld worden op basis van deze prospectusreglementeringen. Dat laatste blijkt des te meer uit het derde element van

¹⁴⁸¹ Dus los van de notering – zie het randnummer hierna.

¹⁴⁸² CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.), 2 : “while the matter is not free from doubt due to internal inconsistencies within the Commission’s note, the first Member State in which the issuer made a public offer of equity securities or low-denomination nonequity securities between January 1, 2004 and December 31, 2005”.

¹⁴⁸³ LINKLATERS, “Flow Chart for Home State/Competent Authority for Approval of Prospectus”, april 2005 (3 p.), 2.

¹⁴⁸⁴ CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.), 2-3, voetnoot 4 : “We believe it to be the Commission’s view that the concept of “offer to the public” for an offer occurring on or after July 1, 2005 should be interpreted based solely on the broad definition thereof in the Prospectus Directive, while for offers made between January 1, 2004 and June 30, 2005, the offer would *also* have to constitute an offer to the public under the then-existing law in the relevant Home Member State” (eigen cursivering). *Contra* SIDLEY AUSTIN BROWN & WOOD, “EU Prospectus and Transparency”, oktober 2004 (8 p.), 3 : “Thus, the position is extremely uncertain. The Commission has indicated that their current view of the most likely interpretation is different to the view they had previously stated in writing to the IPMA. However they have also stated that their view is not binding, and they are not prepared to say that it is a definitive view. Officials of Member States have been reported as expressing conflicting views”.

¹⁴⁸⁵ Zie uitgebreid hierna.

¹⁴⁸⁶ Cf. ARTHUR COX, “Structured Finance Bulletin – Capital Markets Group”, mei 2005 (4 p.), 2 : “Further, the definition of offer to the public in the Directive is very broad and it is conceivable that accidental offers to the public in unintended jurisdictions could be made. For example, there is a concern that the offering of stock options to employees would constitute an offer to the public which would trigger an election. So, even if an issuer already had securities listed on a stock exchange, an offer of stock options to employees in, for example, France could result in an election of France as that issuer’s home Member State for all future issues. Therefore, it is advisable that once an issuer has decided which home Member State it wishes to select, it makes a positive election in this regard”; P. M. BOURY en R. PANASAR, “The Prospectus Directive – Creating a Single European passport”, *PLC Global Counsel*, 2004 (36 p.), 32 : “The potential for an inadvertent election is compounded by the uncertainty over how the concept of an “offer of securities to the public” should be interpreted between 31 December 2003 and the implementation date of the Directive in 2005. The Commission has on a non-binding basis indicated that until the Directive is implemented by national legislation, the definition of “public offer” in the relevant national securities law (and any related exemptions for private offerings) is applicable. However, member states may take the view that the concept of “offer to the public” should be applied using the wider pan-European definition contained in the Directive when determining whether an issuer’s actions after 31 December 2003 elects a home member state”.

interpretatie in de nota van de Commissie¹⁴⁸⁷. Immers, om te bepalen welke de lidstaat is “die kan worden gekozen omwille van de notering op een gereguleerde markt”, maakt de Commissie een onderscheid naargelang de uitgevende instelling genoteerd was in één of meerdere lidstaten. Indien een notering werd bekomen in één lidstaat, bestond geen probleem; de lidstaat waar de notering is bekomen, was dan de “de lidstaat die kan worden gekozen omwille van de notering op een gereguleerde markt”¹⁴⁸⁸. Indien daarentegen de uitgevende instelling op 1 juli 2005 genoteerd was in meerdere lidstaten, was “de lidstaat die kan worden gekozen omwille van de notering op een gereguleerde markt” ofwel *elke* lidstaat waar de aandelen of schuldeffekten met een nominale waarde van minder dan 1.000 EUR op 1 juli 2005 genoteerd waren, ofwel de lidstaat waar de uitgevende instelling voor het eerst na 31 december 2003 dergelijke effecten openbaar heeft aangeboden¹⁴⁸⁹. Op basis van een letterlijke lezing van art. 30.1 jo. art. 2.1.m.iii Prospectusrichtlijn zou men lijken te moeten komen tot de tweede interpretatie, namelijk dat, indien de niet-E.E.R. uitgevende instelling op 1 juli 2005 genoteerd was in meerdere lidstaten, de “lidstaat van herkomst” automatisch de lidstaat zou zijn waar het *eerst* een notering was bekomen¹⁴⁹⁰. De Europese Commissie verwierp deze lezing echter met een spitsvondigheid, namelijk dat de chronologie van de noteringen die plaatsvonden voor 1 juli 2005 niet relevant is, aangezien de Prospectusrichtlijn voor die datum nog geen effect kon hebben : “[t]he reference to the first application for admission to trading does not narrow the States which are eligible to be the home Member State of such an issuer in this context, because the States where an issuer has securities admitted to trading are, as it were, ‘equal first’ as at the 1st July when the Directive is required to have effect in Member States. Accordingly, the third country issuer may choose as its home Member State any State where it has equity securities or low denomination debt admitted to trading on a regulated market at 1st July 2005”¹⁴⁹¹. Mooi gevonden, maar de gelijkschakeling tussen “eerst” en “gelijk eerst” lijkt o.i. evenwel moeilijk verenigbaar met de tekst van de Prospectusrichtlijn, die wel degelijk het woord “eerst” hanteert.

1.2.4. Kritische benadering van de kritiek

351. KRITISCHE BEMERKINGEN AANGAANDE BOVENSTAANDE KRITISCHE LITERATUUR. Ons onderzoek heeft – althans op Europees niveau en in de onderzochte jurisdicties – nergens bevestiging gevonden dat dergelijke kritische geluiden¹⁴⁹² – in bijna alle gevallen afkomstig van Angelsaksische advocatenkantoren – achteraf bewaarheid zijn geworden. Integendeel, we hebben in het onderzoek geen

¹⁴⁸⁷ Zie volgend randnummer.

¹⁴⁸⁸ EUROPESE COMMISSIE, “Prospectus Directive – Determination of home Member State for third country issuers with traded securities”, 3 oktober 2005 (2 p.), 2. Bovendien, indien er een openbare aanbieding niet heeft voor 1 juli 2005, maar wel vanaf 1 juli 2005 tot (en met) 31 december 2005, kon geopteerd worden om deze laatste lidstaat als “lidstaat van herkomst” aan te merken (cf. “the State where that offer is made is eligible to be chosen (over the State where the issuer’s securities are admitted to trading) as the home Member State of that issuer”).

¹⁴⁸⁹ Idem, 2. Hier geldt eveneens dat, indien er een openbare aanbieding niet heeft voor 1 juli 2005, maar wel vanaf 1 juli 2005 tot (en met) 31 december 2005, kon geopteerd worden om deze laatste lidstaat als “lidstaat van herkomst” aan te merken (cf. “the State where that offer is made is eligible to be chosen (over the State where the issuer’s securities are admitted to trading [...]) as the home Member State of that issuer”).

¹⁴⁹⁰ Dit aangezien deze laatste bepaling uitdrukkelijk verwees naar “waar het *eerst* toelating tot de handel op een gereguleerde markt wordt aangevraagd”.

¹⁴⁹¹ Idem, 2 : “This interpretation of Article 2(1)(m)(iii), as read with Article 30(1), does not require the issuer to identify the State where the first application for admission to trading was made. As a matter of legal construction, an application for admission to trading taking place before the transposition deadline of the Directive cannot determine the home Member State of an issuer for the purposes of the Directive. The determination is made by a choice which takes place after that deadline, when the provisions of a Directive have effect”. Zie tevens CCSF, “Circulaire CCSF 05/224 – Choix de l’Etat membre d’origine pour émetteurs de pays tiers ayant des titres admis à la négociation au 1 juillet 2005 et notification par ces émetteurs de leur choix avant le 31 décembre 2005”, 2005 (5 p.), 3.

¹⁴⁹² Vb. “The determination of home Member State is effectively retrospective and it will fix its home Member State forever for the purposes of the Prospectus Directive for Affected Securities [...] Routine events such as notifications to an EU stock exchange of an issue of: shares under a share option scheme; or securities under a listed medium term note programme can be sufficient to determine an issuer’s home Member State” (SIDLEY AUSTIN BROWN & WOOD, “EU Prospectus and Transparency”, oktober 2004 (8 p.), 4).

aanduiding gevonden dat deze regeling inzake bevoegdheidsaanduiding van de toezichhoudende overheid tot enige problemen heeft geleid. De vraag kan gesteld worden of de reactie van deze rechtspractici proportioneel was met de aard van het probleem. Het is immers mogelijk dat deze advocatenkantoren veeleer geïnspireerd waren door de potentiële niet-E.E.R. (lees Amerikaanse, Russische, Chinese, Indische, enz.) klanten die “voor eens en voor altijd” een keuze voor een bepaalde jurisdictie zouden maken.

352. INDICATIES. Een indicatie daartoe kan men vinden in sommige cliëntenmemoranda van advocatenkantoren, gericht tot niet-E.E.R. uitgevende instellingen, waarin deze niet alleen werden aangespoord tot voorzichtigheid, maar (potentiële) cliënten ook actief werden aangespoord om een vergelijking te maken tussen verschillende jurisdicties en te opteren voor de “beste” jurisdictie. Hoewel in een aantal publicaties gewezen werd op objectieve verschilpunten (zoals de know-how van bepaalde toezichhoudende overheden of de houding inzake taalvereisten)¹⁴⁹³, werd in sommige gevallen de voordelen van de “eigen” jurisdictie sterk benadrukt. Het Iers advocatenkantoor ARTHUR COX ging daarin bijzonder ver, zoals blijkt uit het volgende citaat¹⁴⁹⁴ : “[...] It is therefore of the utmost importance that, if a non-EU issuer makes a home Member State election, it elects a Member State with which it is comfortable in the future. [...] A number of non-EU issuers have consciously selected Ireland as its home Member State going forward [...] Although the intention of the Directive is that the standards of prospectuses and the review process should be consistent in all Member States, without doubt some Member States have significantly greater experience in this area and, more importantly, are more issuer-friendly and responsive [...]”¹⁴⁹⁵.

353. ANDERE, MEER BELANGRIJKE PROBLEEMGEBIEDEN. Bovendien mag niet over het hoofd gezien worden dat er andere, belangrijke problemen kunnen bestaan met betrekking tot de bevoegdheidsaanwijzing van de lidstaat van herkomst, die relatief onderbelicht zijn gebleven. We onderscheiden drie probleemgebieden.

354. DE FLUCTUERENDE WAARDE VAN ANDERE MUNTEENHEDEN (IN HET BIJZONDER DE USD). Ten eerste stellen de schuldeffecten met een hoge nominale waarde in een vreemde valuta een probleem. Zoals hierboven beschreven, moet de nominale waarde van dergelijke effecten meer zijn dan een bedrag dat “nagenoeg gelijk” is aan EUR 1.000. Hoewel dat nergens rechtstreeks uit de voorbereidende werken blijkt, mag aangenomen worden dat daarmee min of meer de dollar-equivalentie nagestreefd werd. Immers, op het ogenblik dat de Prospectusrichtlijn werd geconcipieerd (2001-2003), kon ruwweg worden uitgegaan van het principe dat “1 euro nagenoeg gelijk was aan 1 US dollar”. Op dat ogenblik was de minimale en maximale afwijking beperkt gebleven tot respectievelijk 1,173 (1.000 US dollar

¹⁴⁹³ J. GOEBEN, “EU smoothes the Way for one European Capital Market”, november 2004 (5 p.), 4 : “The criteria for this choice are for example the special know-how of the authority, the speed of the review of the prospectus and the language that is accepted by the authority”; P. M. BOURY en R. PANASAR, “The Prospectus Directive – Creating a Single European passport”, *PLC Global Counsel*, 2004 (36 p.), 32 : “The important elements in the choice of home member state include: [a] An assessment of the risk of onerous provisions being imposed by a member state beyond the minimum floor of financial reporting obligations set out in the Transparency Directive. [b] An assessment of the home member state’s language requirements to determine if such requirements are practicable for the issuer. [c] Whether member states will accept particular national accounting standards before the Commission determines the question of equivalence on a pan-European level [...]”.

¹⁴⁹⁴ ARTHUR COX, “Structured Finance Bulletin – Capital Markets Group”, mei 2005 (4 p.)

¹⁴⁹⁵ Idem, 1-2; zie bovendien 2-3 : “[...] As delegated authority, the exchange will offer issuers the following competitive advantages: Guaranteed turn around time of three business days for the first draft of the prospectus and two business days for each further submission [;] A willingness to exercise their discretion as regards the issue of IAS accounting requirements. Other stock exchanges are demonstrating a lot less flexibility in this regard [;] A distinct set of listing rules which allows for consistency between issuers and products [;] A pro-business culture and a willingness to facilitate issuers [;] A very transparent listing process. Unlike many other EU exchanges, readers and senior executives at the stock exchange are available to discuss transactions directly with issuers and managers [;] Familiarity with the new regime. The Exchange have [sic] been responsible for drafting the specific rules for wholesale debt and specialist debt securities which will form part of the Directive [...] The Exchange is very receptive to approaches from prospective issuers. A number of very high profile companies have already decided to elect Ireland as their home Member State [...]”.

was bijgevolg gelijk aan 1.173 euro) en 0,854 (1.000 US dollar was bijgevolg gelijk aan 854 EUR)¹⁴⁹⁶. Op 1 september 2008 bedroeg de wisselkoers echter 1,4669¹⁴⁹⁷. Is een andere valuta die meer dan 40% meer bedraagt dan 1.000 euro, nog “nagenoeg gelijk” aan 1.000 euro? Het is dan ook geen toeval dat dit aanleiding heeft gegeven tot een discussie op het niveau van CESR omtrent de praktische toepassing van art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn¹⁴⁹⁸. Volgens CESR moet de beslissing of de nominale waarde in een andere valuta “nagenoeg gelijk” is aan 1.000 euro genomen worden op het ogenblik dat het ontwerpprospectus ter goedkeuring wordt ingediend¹⁴⁹⁹. Op dat ogenblik, in de woorden van CESR, “betekent ‘nagenoeg gelijk’ niet exact 1.000 euro”¹⁵⁰⁰. Dit standpunt – dat als circulaire definitie vrij inhoudsloos lijkt – kan tekstueel geïnterpreteerd worden in strikte zin, namelijk dat de marge rond 1.000 euro volgens CESR relatief beperkt is. Dergelijke strikte zienswijze sluit ook aan bij een (anonieme) bron bij de Europese Commissie – die geciteerd werd door het advocatenkantoor SIDLEY AUSTIN – die aanbeveelt om effecten met een nominale waarde van 2.000 US dollar uit te geven, indien een niet-E.E.R. uitgevende instelling gebruik wil maken van de mogelijkheid voorzien in art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn om voor schuldeffecten met een hoge nominale waarde per transactie een “lidstaat van herkomst” te kiezen¹⁵⁰¹.

355. ONTBREKEN VAN DE KENNISGEVING VAN DE “LIDSTAAT VAN HERKOMST”. Ten tweede bestaat de vraag wat de gevolgen zijn indien een niet-E.E.R. uitgevende instelling die onder het toepassingsgebied van art. 30.1 Prospectusrichtlijn viel, geen kennisgeving ter keuze van zijn “lidstaat van herkomst” heeft gedaan, hoewel dat verplicht was¹⁵⁰². De Zwitserse markt VIRT-X stelde impliciet dat de lidstaat waar de niet-E.E.R. uitgevende instelling een toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt had, *automatisch* aangemerkt zou worden als de lidstaat van herkomst¹⁵⁰³. De CSSF in Luxemburg ging anderzijds uit van een vermoeden dat een toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt in Luxemburg betekent dat de betreffende uitgevende instelling Luxemburg als de “lidstaat van herkomst” aanmerkt¹⁵⁰⁴. Hoe het ook weze, op de inactiviteit van de niet-E.E.R.

¹⁴⁹⁶ R. SHAMS, “Dollar-Euro Exchange Rate 1999-2004 - Dollar and Euro as International Currencies”, HWWA DISCUSSION PAPER 321 (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv), Hamburg Institute of International Economics, 2005 (24 p.) (www.hwwa.de/Publikationen/Discussion_Paper/2005/321.pdf), 2.

¹⁴⁹⁷ Data beschikbaar op <http://www.x-rates.com/d/USD/EUR/data120.html>.

¹⁴⁹⁸ Zo o.m. CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007*, Ref. CESR/07-110, 8.

¹⁴⁹⁹ *Idem*, 8.

¹⁵⁰⁰ *Idem*, 8, *in fine* : “At that time, “nearly equivalent” doesn’t mean exactly 1.000 euros”.

¹⁵⁰¹ SIDLEY AUSTIN BROWN & WOOD, “EU Prospectus and Transparency”, oktober 2004 (8 p.), 3: “For the time being, the most pragmatic solution, in order to avoid legal uncertainty, would be to use the commercially convenient individual denomination immediately above 1000 Eur (2000 US\$ for instance)”.

¹⁵⁰² Zie vb. CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007*, CESR/07-110, 16 februari 2007 (18 p.), 8.

¹⁵⁰³ VIRT-X (SWX - Swiss Exchange), “Regulatory Framework for Issuers - Trading of SWX-listed securities on virt-x”, december 2006 (18 p.), 3 : “Under the Prospectus Directive, every non-EU issuer will have an EU home Member State (and accordingly an EU Competent Authority for certain market regulatory purposes) if its shares are admitted to trading on any EU Regulated Market. Those Issuers, 1. whose shares are admitted to trading on the EU Regulated Market Segment of virt-x; 2. whose securities are not already admitted to trading on any other regulated market in the EU; and 3. who have not actively chosen any Competent Authority by 31 December 2005 *take note that the UK will be their home Member State henceforth*. The UK as the domicile of virt-x and as the trading place for the SMI securities is the *preferable home Member State and the FSA the preferable Competent Authority*” (eigen cursivering).

¹⁵⁰⁴ CCSF, “Circulaire CCSF 05/224 – Choix de l’Etat membre d’origine pour émetteurs de pays tiers ayant des titres admis à la négociation au 1 juillet 2005 et notification par ces émetteurs de leur choix avant le 31 décembre 2005”, 2005 (5 p.), 3 : “La CSSF *présume*, pour des raisons pratiques, que les émetteurs dont les valeurs mobilières étaient admises à la négociation sur le marché réglementé luxembourgeois au 1er juillet 2005 *ont choisi* le Luxembourg comme Etat membre d’origine”. De CSSF voegt daar evenwel (terecht) aan toe dat : “Malgré cette présomption, la CSSF tient néanmoins à souligner que cette approche pratique ne change en rien le principe que les émetteurs concernés ont toujours l’obligation de notifier à la CSSF leur décision que le Luxembourg est leur Etat membre d’origine d’élection au plus tard le 31 décembre 2005” (eigen cursivering).

uitgevende instellingen die toegelaten zijn tot de verhandeling op een gereguleerde markt, staan in de Prospectusrichtlijn geen sancties bepaald. Het lijkt daarom dat het aan de lidstaten toebehoort om te bepalen of, en welke, sancties worden opgelegd. Los van de vraag wat de sancties zijn, is de vraag vooral hoe, bij gebreke aan dergelijke kennisgeving op 31 december 2005, de “lidstaat van herkomst” achteraf moest (en moet) worden vastgesteld¹⁵⁰⁵. Ook daar biedt de Prospectusrichtlijn geen antwoord op¹⁵⁰⁶. Aangezien het risico bestond dat diverse toezichthoudende overheden divergerende standpunten zouden innemen, werd deze vraag andermaal beantwoord op het niveau van CESR. Volgens CESR zal, indien op 31 december 2005 geen “lidstaat van herkomst” werd gekozen, en indien geen openbare aanbidding werd gedaan na 31 december 2003 en indien deze niet-E.E.R. uitgevende instelling genoteerd is in slechts één lidstaat, deze lidstaat *automatisch* de “lidstaat van herkomst” zijn¹⁵⁰⁷. Indien daarentegen de niet-E.E.R. uitgevende instelling een notering heeft in meerdere lidstaten of indien de niet-E.E.R. uitgevende instelling een notering heeft in één lidstaat maar daarbovenop een openbare aanbidding gedaan heeft tussen 1 januari 2004 en 31 december 2005, dan zal deze uitgevende instelling alsnog zijn keuze aan de door hem gekozen “lidstaat van herkomst” moeten notificeren. De toezichthoudende overheid van deze lidstaat moet deze notificatie aanvaarden, zelfs al gebeurde dit na de deadline voorzien in art. 30.1 Prospectusrichtlijn, onder het voorbehoud dat dergelijke keuze geldig zou zijn geweest indien ze tijdig was gemaakt geweest, en onder voorbehoud van eventuele sancties¹⁵⁰⁸. Bovendien werd door CESR aanvaard dat *impliciete* notificaties op grond van art. 10 Prospectusrichtlijn¹⁵⁰⁹ ook als geldig kunnen worden beschouwd¹⁵¹⁰.

356. VERBAND MET DE TRANSPARANTIERICHTLIJN. Ten derde kan in de marge worden aangegeven dat ook het verband met de geharmoniseerde transparantieregulering potentieel problematisch is¹⁵¹¹. Artikel 2.1.i van de Transparantierichtlijn definieert de “lidstaat van herkomst” voor uitgevende instellingen – die obligaties met een nominale waarde per eenheid van minder dan 1.000 EUR¹⁵¹² of aandelen uitgeven – immers als de lidstaat waar zij haar statutaire zetel heeft (wanneer de uitgevende instelling in de Gemeenschap gevestigd is) of *de lidstaat waar zij overeenkomstig artikel 10 van de Prospectusrichtlijn de jaarlijks te verstrekken informatie bij de bevoegde autoriteit moet indienen* (wanneer de uitgevende instelling in een derde land gevestigd is)¹⁵¹³. BOURY EN PANASAR hebben in

¹⁵⁰⁵ Zie vb. CESR, Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007, CESR/07-110, 16 februari 2007 (18 p.), 8.

¹⁵⁰⁶ Idem, 8 : “The Directive is entirely silent on this point, both as to the possible penalties for a failure to notify (enforcement being a matter for Member States) and as to what happens when such an issuer subsequently needs to deal with a home [Competent Authority] - for example, to make a filing under Article 10 of the Directive, or when it wishes to offer or admit to trading equity securities or low denomination debt at some point in the future”.

¹⁵⁰⁷ Idem, 8.

¹⁵⁰⁸ Idem.

¹⁵⁰⁹ Met name om te voldoen aan art. 10.1 Prospectusrichtlijn : [u]itgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, verstrekken ten minste jaarlijks een document dat alle gegevens bevat of naar alle gegevens verwijst die zij in de laatste twaalf maanden hebben gepubliceerd of voor het publiek beschikbaar hebben gesteld in één of meer lidstaten en in derde landen conform hun verplichtingen uit hoofde van communautaire en nationale wetgeving in verband met de regulering van effecten, uitgevende instellingen en effectenmarkten.

¹⁵¹⁰ Zie vb. CESR, Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007, CESR/07-110, 16 februari 2007 (18 p.), 8 : “It was also accepted that, in case where an issuer had not notified a choice of home Member State before 31st December in accordance with Article 30.1 but subsequently made a filing under Article 10.1 with a particular competent authority, that filing would be treated as notification of the choice of home [Member State]”.

¹⁵¹¹ D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 406 e.v.

¹⁵¹² Art. 2.1.i Transparantierichtlijn preciseerd verder dat de definitie van “lidstaat van herkomst” ook van toepassing is op obligaties in een andere valuta dan de euro, mits de nominale waarde per eenheid op de uitgiftedatum minder dan 1.000 is, tenzij die waarde nagenoeg gelijk is aan 1.000 EUR.

¹⁵¹³ Voor alle andere uitgevende instellingen, is de “lidstaat van herkomst” de lidstaat die de uitgevende instelling heeft gekozen uit de lidstaat waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft en de lidstaten die haar effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of

dat verband terecht benadrukt dat bijgevolg voor niet-E.E.R. instellingen een belangrijk *spill-over* effect kan bestaan tussen de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn, en in het algemeen de transparantiereglementering : “[...] the designation of a home member state for the purposes of the Transparency Directive will determine the applicable financial reporting obligations on an issuer (over and above the minimum pan-European requirements set out in the Transparency Directive). Unlike the Directive, the Transparency Directive is not a maximum harmonisation directive and allows home member states to impose more onerous requirements on issuers. In addition, under the latest proposals for the Transparency Directive, member states are given the choice to implement specific grandfathering provisions and exemptions to the financial reporting obligations”¹⁵¹⁴. De keuze voor een bepaalde jurisdictie zal immers niet uitsluitend gevolgen hebben voor wat betreft het regime van de Prospectusrichtlijn – waarvan de implicaties relatief zijn voor uitgevende instellingen gezien het verregaand harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn – maar ook voor het transparantieregime dat op de uitgevende instelling van toepassing is, en dat op Europees niveau slechts minimaal geharmoniseerd is.

1.3 TOETSING VAN DE OMZETTINGSBENADERINGEN IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

1.3.1. Analyse van de omzettingsbenadering in België

357. ONDERSCHIED TUSSEN EFFECTEN MET EN ZONDER AANDELENKARAKTER. Conform de Prospectusrichtlijn, maakt de Prospectuswet een onderscheid tussen “effecten met een aandelenkarakter” en “effecten zonder een aandelenkarakter”. “Effecten met een aandelenkarakter” zijn aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen effecten, alsook alle andere effecten die recht geven op het verkrijgen van één van de eerstgenoemde effecten door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten, op voorwaarde dat laatstgenoemde categorie effecten is uitgegeven door de uitgevende instelling die de onderliggende aandelen heeft uitgegeven, of door een entiteit die tot de groep van die uitgevende instelling behoort¹⁵¹⁵. “Effecten zonder aandelenkarakter” zijn daarentegen alle effecten die geen effecten met een aandelenkarakter zijn¹⁵¹⁶.

358. ONDERSCHIED TUSSEN EFFECTEN VAN HET TYPE A EN HET TYPE B. Een tweede onderscheid komt daarentegen niet met zoveel woorden voor in de Prospectusrichtlijn. De Prospectuswet onderscheidt “effecten van het type A” van “effecten van het type B”. De “effecten van het type A” omvatten zowel alle effecten met een aandelenkarakter, als de effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde per eenheid van minder dan 1.000 euro¹⁵¹⁷. De Belgische wetgever heeft in deze categorie alle effecten waarvan sprake is in art. 2.1.m.i Prospectusrichtlijn willen vatten. De definitie in art. 2.1.m.i Prospectusrichtlijn zelf is immers *negatief*, aangezien zij namelijk alle effecten omvat, voor zover deze niet onder art. 2.1.m.ii Prospectusrichtlijn vielen. Anderzijds omvatten de “effecten van het type B” zowel alle effecten zonder aandelenkarakter, met een nominale waarde per eenheid van 1.000 euro of meer, als de effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde van minder dan 1.000 euro die recht geven op het verkrijgen van ongeacht welke effecten of op het ontvangen van een

werkzame gereglementeerde markt hebben toegelaten. De uitgevende instelling mag slechts één lidstaat als haar lidstaat van herkomst kiezen. Die keuze blijft ten minste drie jaar geldig, tenzij haar effecten niet meer tot de handel op een gereglementeerde markt in de Europese Unie worden toegelaten (zie Artikel 2.1.ii Transparantierichtlijn).

¹⁵¹⁴ P. M. BOURY en R. PANASAR, “The Prospectus Directive – Creating a Single European passport”, *PLC Global Counsel*, 2004 (36 p.), 32.

¹⁵¹⁵ Art. 6, 1° Prospectuswet.

¹⁵¹⁶ Art. 6, 2° Prospectuswet.

¹⁵¹⁷ Art. 7, §2, 1° Prospectuswet (doch met uitzondering van de effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde van minder dan 1.000 euro die recht geven op het verkrijgen van ongeacht welke verhandelbare effecten of op het ontvangen van een geldbedrag, door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten).

geldbedrag, door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten¹⁵¹⁸.

359. ANDERE VALUTA DAN EURO. Anders dan de Prospectusrichtlijn heeft de Belgische wet bepaald dat wat de effecten in een andere valuta dan de euro betreft, de drempel van 1.000 euro *geacht wordt te zijn bereikt* als de nominale waarde van die effecten “nagenoeg gelijk” is aan 1.000 euro *op het ogenblik van de aanbidding of de toelating, naargelang het geval*¹⁵¹⁹. Volgens de Memorie van Toelichting Prospectuswet is dit een verduidelijking : zo moet, wanneer een dossier wordt ingediend in het vooruitzicht van de goedkeuring van een prospectus, worden bepaald bij welke bevoegde autoriteit dat moet gebeuren: die autoriteit kan eventueel verschillen naar gelang de drempel van 1.000 euro niet wordt bereikt dan wel wordt overschreden. Indien de in euro omgerekende nominale waarde van de betrokken effecten op de dag waarop het dossier wordt ingediend, 1.000 euro of meer bedraagt, is het best mogelijk dat die waarde bij de aanbidding of de toelating nog slechts “nagenoeg gelijk” is als gevolg van de wisselkoersschommelingen. Volgens de wetgever zou het in dergelijk geval dan “totaal niet opportuun zijn om de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling te verplichten om van bevoegde autoriteit te veranderen als gevolg van die wisselkoersschommelingen”¹⁵²⁰. De Raad van State had in zijn advies verzocht om deze term “nagenoeg” – die aldus de Raad aanleiding zou geven tot rechtsonzekerheid – te verduidelijken¹⁵²¹. De Belgische wetgever is hierop – o.i. terecht – niet ingegaan, aangezien daarmee een reële omzettingsdivergentie zou zijn gecreëerd (immers, de Prospectusrichtlijn hanteert zelf dit begrip)¹⁵²². Een andere opmerking van de Raad van State werd daarentegen wel gevolgd. In het wetsontwerp werden de begrippen effecten van het type A of B gehanteerd, maar figureerde daarnaast geen definitie van de “lidstaat van herkomst”. Mede als gevolg daarvan waren in dit wetsontwerp enkele bepalingen van het ontwerp kruisverwijzingen naar artikel 2.1.m Prospectusrichtlijn opgenomen¹⁵²³. De Raad van State formuleerde daar kritiek op¹⁵²⁴. Om deze reden werd in de definitieve wettekst artikel 2.1.m Prospectusrichtlijn integraal overgenomen, en geherformuleerd, in art. 7, §1 Prospectuswet¹⁵²⁵.

360. VERDERE REGELING. Vertrekkende vanuit de definities van effecten als zijnde van het type A of B, bepaalt de Prospectuswet de “lidstaat van herkomst” als volgt¹⁵²⁶. Voor elke uitgevende instelling van effecten van het type A met statutaire zetel in een lidstaat van de E.E.R., is de “lidstaat van herkomst” de lidstaat waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft¹⁵²⁷. Voor elke uitgevende

¹⁵¹⁸ Art. 7, §2, 2° Prospectuswet.

¹⁵¹⁹ Art. 7, §3 Prospectuswet.

¹⁵²⁰ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 32.

¹⁵²¹ Advies van de Raad van State nr. 39.529/2, opgenomen in de Memorie van Toelichting Prospectuswet, 204, op 210.

¹⁵²² Memorie van Toelichting Prospectuswet, 32-33. De wetgever gaf daarvoor twee redenen. Ten eerste gaat het om een woord uit de Prospectusrichtlijn en is “de Belgische wetgever dus niet gemachtigd is om het te wijzigen”. Ten tweede was de wetgever van oordeel dat het woord “nagenoeg” precies tot doel heeft een zekere flexibiliteit te bieden bij de toepassing van de regel van de lidstaat van herkomst, wat een grotere rechtszekerheid biedt aan de uitgevende instellingen die zo niet verplicht zijn om in extremis van bevoegde autoriteit te veranderen (op 33).

¹⁵²³ Memorie van toelichting Prospectuswet, 32.

¹⁵²⁴ Memorie van toelichting Prospectuswet, 32. Zie Advies van de Raad van State nr. 39.529/2, opgenomen in de Memorie van Toelichting Prospectuswet, 204, 211-212 (opmerking bij artikel 15 van het ontwerp) : “Onderdeel 2°, a), van paragraaf 1 verwijst naar artikel 2, lid 1, m), ii) en iii), van richtlijn 2003/71/EG, in plaats van de in die bepalingen vervatte regelingen in hun geheel om te zetten in de Belgische wetgeving. De onderdelen a en b van die paragraaf 1, 2°, hebben weliswaar betrekking op de effecten van het type A en B, waardoor teruggegrepen wordt naar de definities die staan in artikel 7, § 1, van het voorontwerp, maar die definities maken op zich slechts een gedeeltelijke omzetting uit van artikel 2, lid 1, m), ii) en iii) van richtlijn 2003/71/EG. De regels die voortspruiten uit die bepalingen van de richtlijn en krachtens welke België beschouwd moet worden als de “lid staat van herkomst”, *dienen dus ook volledig en nauwgezet omgezet te worden in de Belgische wetgeving, te meer daar die regels ertoe bijdragen het toepassingsgebied ervan te bepalen*” (eigen cursivering). Zie tevens de opmerkingen van de Raad van State bij artikel 22 van het ontwerp (op 213), artikel 37 (op 214) en artikel 40 (op 214)

¹⁵²⁵ Memorie van toelichting Prospectuswet, 32.

¹⁵²⁶ Art. 7, §1 Prospectuswet.

¹⁵²⁷ Art. 7, §1, i) Prospectuswet.

instelling van effecten van het type B, is de “lidstaat van herkomst” *ofwel* de lidstaat waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft, *ofwel* de lidstaat waar de betrokken effecten zijn of zullen worden toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *ofwel* de lidstaat waar de betrokken effecten openbaar worden aangeboden, naar keuze van de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling, naargelang het geval¹⁵²⁸. Ten slotte, voor elke uitgevende instelling van effecten van het type A met statutaire zetel in een staat die geen lid is van de E.E.R. is de “lidstaat van herkomst” *ofwel* de lidstaat waar de effecten van het type A na 31 december 2003 voor het eerst openbaar zijn aangeboden, *ofwel* de lidstaat waar de effecten van het type A na 31 december 2003 voor het eerst zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, naar keuze van de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling, naargelang het geval, onder voorbehoud dat de uitgevende instelling achteraf een keuze maakt indien de lidstaat van herkomst niet volgens haar voorkeur is bepaald¹⁵²⁹.

361. BEVOEGDHEIDSDELEGATIE. Ten slotte bepalen artt. 40 en 41 van de Prospectuswet de modaliteiten voor de overdracht van de goedkeuring van een prospectus aan de CBFA. Zo kan de CBFA ermee instemmen dat haar de goedkeuring van het prospectus wordt overgedragen door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst¹⁵³⁰. Omgekeerd kan ook de CBFA beslissen de goedkeuring van een prospectus aan de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat van de E.E.R. over te dragen, op voorwaarde dat die autoriteit daarmee instemt¹⁵³¹.

1.3.2. Analyse van de omzettingsbenadering in Nederland

362. OMZETTING IN NEDERLAND. Zoals hierboven aangegeven, formuleert de Prospectusrichtlijn de bevoegdheidsaanwijzende regels vertrekkende vanuit het perspectief van de aangeboden of te noteren *effecten* (nl. worden de effecten uitgegeven door een uitgevende instelling met zetel in de E.E.R. of niet?; hebben de effecten al dan niet een aandelenkarakter?). De Nederlandse wetgever heeft evenwel ervoor geopteerd om deze regels te herformuleren vanuit een *verrichtingsperspectief*. De Wet financieel toezicht formuleert met name verscheidene scenario's van verrichtingen die volgens de regels van de Prospectusrichtlijn mogelijk zijn. Volgens artikel 5:6 Wet financieel toezicht is de AFM bevoegd tot goedkeuring van een prospectus in de volgende gevallen.

363. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (I). De AFM zal ten eerste bevoegd zijn indien de uitgevende instelling haar zetel heeft in Nederland – voor rechtspersonen is dat volgens artikel 1:10 van het BW de plaats waar zij volgens wettelijk voorschrift of volgens hun statuten of reglementen hun zetel hebben¹⁵³² – en het een aanbieding van effecten aan het publiek of een toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt betreft *ofwel* in Nederland of in een andere lidstaat van effecten met een aandelenkarakter¹⁵³³, *ofwel* in Nederland van effecten zonder aandelenkarakter¹⁵³⁴, *ofwel* in Nederland of in een andere lidstaat van effecten zonder aandelenkarakter¹⁵³⁵, met een nominale waarde per effect

¹⁵²⁸ Art. 7, §1, ii) Prospectuswet.

¹⁵²⁹ Art. 7, §1, iii) Prospectuswet.

¹⁵³⁰ Art. 41, §1 Prospectuswet.

¹⁵³¹ Art. 33. Prospectuswet.

¹⁵³² Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567.

¹⁵³³ Artikel 5:6,1,a Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁴ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 1° en 2° Wet financieel toezicht, namelijk een effect dat geen effect met een aandelenkarakter is, te onderscheiden in de volgende categorieën: 1°. door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs, waarmee door uitoefening van het daaraan verbonden recht, door conversie of omruiling een ander effect kan worden verworven en dat niet is uitgegeven door de rechtspersoon, vennootschap of instelling, of door een daarmee in een groep verbonden groepsmaatschappij, die ook het te verwerven effect met een aandelenkarakter heeft uitgegeven; 2°. door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs dat door uitoefening van het daaraan verbonden recht, recht geeft op een afwikkeling in geld. Artikel 5:6,1,b Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁵ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 3°, namelijk ieder overig effect dat geen effect met een aandelenkarakter is (andere dan de

die kleiner is dan 1.000 EUR¹⁵³⁶, *ofwel* in Nederland van effecten zonder aandelenkarakter¹⁵³⁷, met een nominale waarde per effect van ten minste 1.000 EUR¹⁵³⁸.

364. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (II). De AFM zal verder bevoegd zijn voor aanbiedingen van effecten aan het publiek of toelatingen van effecten tot de handel op een gereguleerde markt¹⁵³⁹ indien de nominale waarde per effect die kleiner is dan 1.000 EUR, en dit *ofwel* in Nederland door een uitgevende instelling met zetel in een staat die geen lidstaat is¹⁵⁴⁰, *ofwel* in Nederland of in een andere lidstaat door een uitgevende instelling met zetel in een staat die geen lidstaat is indien bij een eerdere aanbieding van die effecten aan het publiek of een toelating van die effecten tot de handel op een gereguleerde markt is gekozen voor goedkeuring door de AFM¹⁵⁴¹, *ofwel* in Nederland of in een andere lidstaat door een uitgevende instelling met zetel in een staat die geen lidstaat is, indien bij een eerdere aanbieding van die effecten aan het publiek of een toelating van die effecten tot de handel op een gereguleerde markt een ander heeft gekozen voor goedkeuring door een toezichhoudende instantie van een andere lidstaat en de uitgevende instelling met betrekking tot de aanbieding van die effecten aan het publiek of de toelating van die effecten tot de handel op een gereguleerde markt kiest voor goedkeuring door de AFM¹⁵⁴².

365. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (III). Ten derde zal de AFM bevoegd zijn indien het een aanbieding van effecten aan het publiek of een toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt betreft van effecten zonder aandelenkarakter¹⁵⁴³ of effecten zonder aandelenkarakter¹⁵⁴⁴ met een nominale waarde per effect van ten minste 1.000 EUR, en dit *ofwel* in een andere lidstaat door een uitgevende instelling met zetel in Nederland¹⁵⁴⁵, *ofwel* in Nederland door een uitgevende instelling met zetel in een andere lidstaat¹⁵⁴⁶, *ofwel* in Nederland of in een andere lidstaat door een uitgevende instelling met zetel in een staat die geen lidstaat is¹⁵⁴⁷.

366. ANDERE VALUTA DAN EURO. Ter volledigheid is bepaald dat, indien de nominale waarde van effecten zonder aandelenkarakter niet luidt in euro's, voor de toepassing van de grensbedragen de nominale waarde van de effecten wordt omgerekend in euro's, waarbij een omgerekende waarde van nagenoeg 1.000 EUR wordt gelijkgesteld aan 1.000 EUR¹⁵⁴⁸. De Nederlandse wetgever stelde dat die grens ook geldt indien de nominale waarde van de effecten op het moment van het aanbieden van effecten aan het publiek of het toelaten tot de handel op een gereguleerde markt, omgerekend in euro's, "nagenoeg gelijk" is aan EUR 1.000¹⁵⁴⁹. Een afwijking van maximaal vijf procent kan redelijkerwijs worden aangemerkt als "nagenoeg gelijk"¹⁵⁵⁰.

hierboven vermelde effecten onder categorie 1° en 2°). Artikel 5:6,1,c Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁶ Artikel 5:6,1,c Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁷ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 3°, namelijk ieder overig effect dat geen effect met een aandelenkarakter is (andere dan de hierboven vermelde effecten onder categorie 1° en 2°). Artikel 5:6,1,d Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁸ Artikel 5:6,1,d Wet financieel toezicht.

¹⁵³⁹ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 3°, namelijk ieder overig effect dat geen effect met een aandelenkarakter is (andere dan de hierboven vermelde effecten onder categorie 1° en 2°). Artikel 5:6,2,a Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁰ Artikel 5:6,2,a,1° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴¹ Artikel 5:6,2,a,2° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴² Artikel 5:6,2,a,3° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴³ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 1° en 2° (zie hierboven). Artikel 5:6,2,b Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁴ Zoals bedoeld in artikel 5:1, onderdeel e, onder 3° (zie hierboven). Artikel 5:6,2,b Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁵ Artikel 5:6,2,b,1° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁶ Artikel 5:6,2,b,2° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁷ Artikel 5:6,2,b,3° Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁸ Artikel 5:6,3 Wet financieel toezicht.

¹⁵⁴⁹ Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567.

¹⁵⁵⁰ Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567.

367. BEVOEGDHEIDSDELEGATIE. Ten slotte zal de AFM bevoegd zijn indien een toezichhoudende instantie van een andere lidstaat die bevoegd is om het prospectus goed te keuren de AFM heeft verzocht om het prospectus goed te keuren en de AFM daarmee heeft ingestemd¹⁵⁵¹. Omgekeerd kan ook de AFM, hoewel zij op grond van artikel 5:6, eerste of tweede lid, bevoegd is om een prospectus goed te keuren, een toezichhoudende overheid van een andere lidstaat verzoeken een besluit omtrent de goedkeuring van het prospectus te nemen¹⁵⁵².

1.3.3. Analyse van de omzettingsbenadering in Frankrijk

368. OMZETTING IN FRANKRIJK. De Franse omzetting sluit enigszins aan bij de Nederlandse omzetting in die zin dat het eveneens een relatief complexe herformulering van de Prospectusrichtlijn bevat¹⁵⁵³. Twee reglementaire bepalingen moeten naast mekaar gelezen worden, namelijk art. L621-8 van de *code monétaire et financier* en art. 212-2 van het *règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*. De AMF zal bevoegd zijn in elk van de volgende gevallen.

369. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (I). De AMF zal ten eerste bevoegd zijn indien de uitgevende instelling haar zetel heeft in Frankrijk en de verrichting bovendien betrekking heeft op financiële instrumenten in de zin van paragraaf I van artikel L. 621-8 van de *code monétaire et financier*¹⁵⁵⁴. Volgens deze paragraaf I is de AMF bevoegd voor elke verrichting op het territorium van de E.E.R. wanneer de uitgevende instelling die de relevante effecten heeft uitgegeven, haar zetel heeft in Frankrijk en de verrichting slaat op effecten met een aandelenkarakter (titres de capital ou des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7) of op effecten zonder aandelenkarakter (titres de créance) doch slechts indien de nominale waarde daarvan minder is dan 1.000 EUR en die geen geldinstrumenten zijn met een vervaldag van minder dan 12 maanden¹⁵⁵⁵.

370. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (II). De AMF zal tevens bevoegd zijn indien de uitgevende instelling haar zetel heeft in Frankrijk en de verrichting bovendien betrekking heeft op financiële instrumenten in de zin van paragraaf II van artikel L. 621-8 van de *code monétaire et financier*¹⁵⁵⁶, doch slechts in het geval de uitgevende instelling heeft gekozen voor de AMF als bevoegde toezichhoudende overheid¹⁵⁵⁷.

371. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (III). De AMF zal ten derde bevoegd zijn indien de uitgevende instelling weliswaar haar zetel buiten Frankrijk heeft, maar de verrichting plaatsvindt in Frankrijk en betrekking heeft op (i) ofwel financiële instrumenten in de zin van paragraaf II van artikel L. 621-8 van de *code monétaire et financier*¹⁵⁵⁸, doch slechts indien de uitgevende instelling heeft gekozen voor de

¹⁵⁵¹ Artikel 5:7 Wet financieel toezicht.

¹⁵⁵² Artikel 5:8,1 Wet financieel toezicht.

¹⁵⁵³ Art. 212-2 *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*.

¹⁵⁵⁴ Art. 212-2, 1°, a) *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*.

¹⁵⁵⁵ Art. L. 621-8, paragraaf I van de *Code monétaire et financier*. Zie omtrent de verwijzing naar geldinstrumenten tevens *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 3*.

¹⁵⁵⁶ Art. L. 621-8, paragraaf II van de *Code monétaire et financier*: “Le projet de document mentionné au I est également soumis au visa préalable de l'Autorité des marchés financiers dans les cas fixés par son règlement général pour toute opération réalisée sur le territoire de l'Espace économique européen lorsque l'opération est réalisée en France ou que l'émetteur des titres objets de l'opération y a son siège social et que l'opération porte sur des titres de créance, autres que des titres donnant accès au capital au sens de l'article L. 212-7, donnant le droit d'acquérir ou de vendre tout autre titre ou donnant lieu à un règlement en espèces, notamment des warrants, ou sur des titres de créance dont la valeur nominale est supérieure ou égale à 1 000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire, au sens de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 précitée, dont l'échéance est inférieure à douze mois” (eigen cursivering).

¹⁵⁵⁷ Art. 212-2, 1°, b) *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*.

¹⁵⁵⁸ Zie het randnummer hierboven.

AMF als bevoegde toezichhoudende overheid¹⁵⁵⁹, (ii) ofwel financiële instrumenten in de zin van paragraaf IV van artikel L. 621-8 van de *code monétaire et financier*¹⁵⁶⁰.

372. BEVOEGDHEIDSAANWIJZING (IV). Ten vierde zal de Franse toezichhouder ook bevoegd zijn indien de uitgevende instelling zijn zetel heeft buiten de E.E.R. en de verrichting betrekking heeft op financiële instrumenten in de zin van paragraaf I van artikel L. 621-8 van de *code monétaire et financier*, doch slechts indien ofwel de eerste verrichting heeft plaatsgevonden in Frankrijk na 31 december 2003 (behoudens indien de uitgevende instelling achteraf een andere keuze maakt, indien deze verrichting niet werd gerealiseerd door de uitgevende instelling)¹⁵⁶¹, ofwel de eerste verrichting heeft plaatsgevonden in de E.E.R., maar niet in Frankrijk, na 31 december 2003, op basis van een beslissing die niet genomen is door de uitgevende instelling en deze laatste de eerste verrichting waartoe zij beslist wenst te doen plaatsvinden in Frankrijk¹⁵⁶². In beide gevallen diende de uitgevende instelling waarvan de effecten reeds genoteerd waren op een gereguleerde markt, de AMF op de hoogte te brengen ten laatste op 31 december 2005¹⁵⁶³.

373. BEVOEGDHEIDSDELEGATIE. Ten slotte kan de AMF zich in alle andere gevallen bevoegd verklaren, indien zij daartoe verzocht is door een bevoegde toezichhoudende overheid van een andere lidstaat van de E.E.R.¹⁵⁶⁴

1.3.4. Analyse van de omzettingsbenadering in het Verenigd Koninkrijk

374. OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Wat de omzetting van art. 2.1.m Prospectusrichtlijn betreft, heeft de Engelse wetgever gekozen voor een loutere kruisverwijzing. Het Verenigd Koninkrijk situeert zich bijgevolg uiterst links op het hierboven beschreven continuüm inzake omzettingsbenaderingswijzen. De *Financial Services And Markets Act 2000* bepaalt namelijk dat “the ‘home-State’ is the EEA State which is the “home Member State” for the purposes of the prospectus directive (which is to be determined in accordance with Article 2.1(m) of that directive)”¹⁵⁶⁵. De definitie in de *FSA Handbook (Prospectus Rules)* herhaalt deze pragmatische benaderingswijze¹⁵⁶⁶. Het is op te merken dat de Engelse wetgever daarmee heeft weerstaan aan de druk van onder meer de INTERNATIONAL PRIMARY MARKET ASSOCIATION (IPMA), diverse advocatenkantoren en de LAW

¹⁵⁵⁹ Art. 212-2, 2°, a) *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers*.

¹⁵⁶⁰ Art. 212-2, 2°, b) *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers*. Het gaat met name om financiële instrumenten waarvoor de geharmoniseerde prospectusplicht niet geldt. Zie art. L. 621-8, paragraaf IV van de *Code monétaire et financier*: “Le projet de document mentionné au I est également soumis au visa préalable de l’Autorité des marchés financiers pour toute opération réalisée en France et portant sur des instruments financiers autres que ceux mentionnés aux I et II”.

¹⁵⁶¹ Art. 212-2, 3°, a) *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers* (Cf. “[...] sous réserve du choix ultérieur de la part de l’émetteur lorsque cette opération n’a pas été réalisée par l’émetteur [...]”).

¹⁵⁶² Art. 212-2, 3°, b) *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers*. Zie tevens art. L. 621-8, paragraaf III van de *Code monétaire et financier*: “Le projet de document mentionné au I est également soumis au visa préalable de l’Autorité des marchés financiers dans les cas fixés par son règlement général pour toute opération réalisée sur le territoire de l’Espace économique européen lorsque l’émetteur des titres qui font l’objet de l’opération a son siège statutaire hors du territoire de l’Espace économique européen et que l’opération porte sur des instruments financiers dont la première émission ou cession dans le public sur le territoire de l’Espace économique européen ou la première admission sur un marché réglementé d’un Etat partie à l’accord sur l’Espace économique européen a eu lieu en France”.

¹⁵⁶³ Art. 212-2, 3°, in fine *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers*.

¹⁵⁶⁴ Art. 212-2, 4° *Règlement général de l’Autorité des Marchés Financiers*. Zie tevens art. L. 621-8, paragraaf V van de *Code monétaire et financier*: “Lorsque l’Autorité des marchés financiers n’est pas l’autorité compétente pour viser le projet de document mentionné au I, elle peut, dans les conditions fixées par son règlement général et à la demande de l’autorité de contrôle d’un autre Etat partie à l’accord sur l’Espace économique européen, viser le projet de document susmentionné”.

¹⁵⁶⁵ Section 102C of the Financial Services And Markets Act 2000 (As Amended By The Prospectus Regulations 2005).

¹⁵⁶⁶ Cf. “Home State or Home Member State : (as defined in section 102C of the Act) in relation to an issuer of transferable securities, the EEA State which is the “home Member State” for the purposes of the prospectus directive (which is to be determined in accordance with Article 2.1(m) of that directive)”. Zie *FSA Handbook (Prospectus Rules)*, App 1.1.

SOCIETY om bijkomende bepalingen aan te brengen (zie tevens hierboven, in 1.2.3)¹⁵⁶⁷.

1.3.5. Analyse van de omzettingsbenadering in Duitsland

375. OMZETTING IN DUITSLAND. De Duitse wetgever heeft gekozen voor een getrouwe herformulering. Abschnitt 2, §1, 13 *Wertpapierprospektgesetz* neemt zowel de structuur als de bewoordingen van de art. 2.1.m Prospectusrichtlijn over¹⁵⁶⁸. De terminologische aanpassingen zijn miniem. Waar de Prospectusrichtlijn het heeft over “Gemeinschaftsemittenten”, “Mitgliedstaat” of “Unternehmensgruppe”, gebruikt de *Wertpapierprospektgesetz* de termen “Emittenten”, “Staat des Europäischen Wirtschaftsraums” en “Konzern”¹⁵⁶⁹. Dergelijke trouwe omzetting is niet toevallig. Zo benadrukte BARBARA HENDRICKS ten overstaan van de *Bundestag* dat een tijdige, correcte omzetting de aantrekkelijkheid van Duitsland als financieel centrum kan verhogen, hetgeen van belang kan zijn om uitgevende instellingen van schuldeffecten met een nominale waarde van meer dan 1.000 EUR aan te trekken¹⁵⁷⁰.

1.4 TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1

376. OMZETTING (GROTENDEELS) IN LIJN MET DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Uit de rechtsvergelijkende analyse blijkt dat de onderzochte lidstaten ervoor hebben gekozen om – in meer of mindere mate – de regeling inzake bevoegdheidsaanwijzing getrouw te implementeren. De omzetting in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland beperkt zich tot een haast letterlijke weergave van de regels van de Prospectusrichtlijn. België, Nederland en Frankrijk hebben de regels weliswaar geherformuleerd, maar er lijken op basis van onze analyse daaruit geen inhoudelijke divergenties te volgen. Hoewel vragen kunnen gesteld worden bij het nut van een dergelijke herformulering, zal de bevoegdheidsaanwijzing voor uitgevende instellingen met zetel in die lidstaten gebeuren conform de Prospectusrichtlijn.

377. ANDERE VALUTA DAN EUR. Een divergentie lijkt evenwel te bestaan met betrekking tot de in andere valuta aangeduide aanbiedingen. Zo stelde de Nederlandse wetgever dat een afwijking van maximaal vijf procent redelijkerwijs kan worden aangemerkt als “nagenoeg gelijk” – dit volgt evenwel

¹⁵⁶⁷ Zie met name LAW SOCIETY’S STANDING COMMITTEE ON COMPANY LAW, “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC (Response of the Law Society’s Standing Committee on Company Law to the Consultation Document ‘UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC’), ongedateerd (6 p.), 4: “We think it would be unfortunate if the Regulations incorporated the definitions of home member state and host member state from Directive without clarification. The definitions in the Directive are difficult to apply for third country issuers in a number of respects”.

¹⁵⁶⁸ De *Wertpapierprospektgesetz* (*Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist*) werd ingevoerd door de Gesetz vom 22. Juni 2005 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz), Bundesgesetzblatt, Jahrgang 2005, Teil I, Nr. 36, 27 juni 2005.

¹⁵⁶⁹ Zo Abschnitt 2, §1, 13, a), b) en c) *Wertpapierprospektgesetz*.

¹⁵⁷⁰ B. HENDRICKS (Parl. Staatssekretärin beim Bundesminister der Finanzen), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), *Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung*, 16198: “Ziel ist die fraktionsübergreifende Verabschiedung des Gesetzentwurfs entsprechend der Beschlussempfehlung der Ausschüsse. Ich hoffe daher, dass der Bundestag diesen Gesetzentwurf der Bundesregierung fraktionsübergreifend verabschieden wird. Damit dürfte Deutschland zu den ersten Ländern in der EU zählen, deren Parlamente diese entscheidende EU-Richtlinie gebilligt haben. *Ein zeitgerechtes In-Kraft-Treten des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes erhöht die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland und gibt den Emittenten – wie bereits ausgeführt – die benötigte Planungssicherheit. Emittenten von Schuldverschreibungen ab 1 000 Euro und Derivaten haben künftig ein Wahlrecht, in welchem Mitgliedstaat der Europäischen Union sie ihren Prospekt genehmigen lassen wollen.* Unsere Mitbewerber stehen ebenfalls in den Startlöchern. Deshalb möchte ich bereits heute die Bitte an die Adresse des Bundesrates richten, in seiner Sitzung am 27. Mai seine Zustimmung zum Gesetz zu geben” (eigen cursivering).

niet uit de Prospectusrichtlijn. De Belgische wet heeft bovendien bepaald dat wat de effecten in een andere valuta dan de euro betreft, de drempel van 1.000 EUR *geacht wordt te zijn bereikt* als de nominale waarde van die effecten “nagenoeg gelijk” is aan 1.000 EUR op het ogenblik van de aanbidding of de toelating, naargelang het geval. De andere onderzochte jurisdicties hullen zich anderzijds in stilzwijgen.

378. BEVESTIGING IN HET CESR RAPPORT VAN JUNI 2007. In het hierboven¹⁵⁷¹ aangehaalde rapport dat CESR in juni 2007 publiceerde omtrent de *Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation* werden geen noemenswaardige problemen aangeduid met betrekking tot de aanduiding van de bevoegde toezichhoudende overheid¹⁵⁷².

379. DIVERGENTIES GETOETST AAN DE HARMONISATIETEST. De vraag die bijgevolg rijst is of de hierboven onderzochte regels inzake bevoegdheidsaanwijzing een negatieve impact hebben op de efficiëntie van de markten? Men zou kunnen oordelen dat de regels van de Prospectusrichtlijn – ongeacht de omzetting daarvan – op zichzelf de efficiëntie van de markten niet voldoende garanderen. Is dergelijk systeem met een veelvoud aan toezichhoudende overheden, wiens bevoegdheid is geregeld op een vrij complexe wijze, wel efficiënt? Impliceren de divergenties tussen de diverse toezichhoudende overheden – in termen van eigen analyses, courante praktijken, personeel, opleidingen en know-how, diepgang, beleid, kosten, enz. – niet een divergentie die optreedt ongeacht de regels van de Prospectusrichtlijn en de correcte omzetting daarvan in de lidstaten? Diverse alternatieven zijn immers denkbaar. Een extreem alternatief is de vrije keuze voor uitgevende instellingen : zou het niet efficiënter zijn indien aan de uitgevende instellingen de keuze zou worden gegeven om al dan niet te kiezen voor de ene of de andere toezichhouder? Een ander extreem alternatief is de centralisatie : zou het niet efficiënter zijn om één centrale toezichhouder te creëren?

380. ESME RAPPORT VAN SEPTEMBER 2007 EN CSES STUDIE VAN JUNI 2008. Er lijkt alleszins bij *sommige* marktparticipanten een voorkeur te bestaan voor (meer) mededinging tussen toezichhoudende overheden, waarbij het aan de markt zou zijn om een vrije keuze te maken voor deze of gene jurisdictie. Zo stelde de – weinig representatieve¹⁵⁷³ – ESME in haar rapport van september 2007 : “The freedom to choose the home Member State should be extended to all kinds of debt securities”¹⁵⁷⁴. Door de bepleitte afschaffing van de drempel van 1.000 EUR – althans toch voor retail schuldeffecten – zou meer mededinging tussen de toezichhoudende overheden kunnen ontstaan. Volgens de ESME : “There is no reason why the authority of the State where an EU issuer has its registered office should have exclusive competence to approve such prospectuses. The only argument to support the lack of choice of home Member State – that of protecting retail investors in a particular Member State – does not make sense since, as a result of the passport under the Directive, issuers with a different home Member State can use a prospectus approved by another competent authority to offer securities to those same retail

¹⁵⁷¹ Zie Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1.

¹⁵⁷² CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007. Met uitzondering voor de technische vraag naar de bevoegdheidsbepaling van de toezichhoudende overheid indien “definitieve voorwaarden” worden gepubliceerd : “One trade association commented on the applicability of the definition of the Home Member State (Article 2.1 m)(ii) of the PD) in case of base prospectuses. The provision has given rise to difficulties where a [competent authority] in another [member state] which is not the country of the issuer's registered office has approved a base prospectus under which different issues are made. According to the respondent, there is no harmonized interpretation on whether non-equity securities with denomination of less than 1.000 € are allowed to be issued under the base prospectus approved. If they were not, the issuer would be required to submit the same prospectus to another [competent authority] (the one of the country of the registered office). The respondent is of the view that this interpretation would undermine the functioning of the EU passport in general as well as the particular intention of the base prospectus concept to facilitate issues for frequent issuers” (op 28).

¹⁵⁷³ Zie Deel 2, Hoofdstuk 1 (en in het bijzonder 1.3.2).

¹⁵⁷⁴ EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 12.

investors”¹⁵⁷⁵. In de studie van de CSES werd – op uitdrukkelijk verzoek van de Commissie – onderzocht of dit inderdaad een reëel probleem was voor de markt¹⁵⁷⁶. Er moet worden opgemerkt dat – andermaal – de selectie van de respondenten noch transparant, noch representatief was. Zo bijvoorbeeld was het aantal respondenten beperkt tot 64, waarvan blijkbaar 32 Duits of Engels was. Net zomin als er Belgische respondenten bij waren, blijkt ook de academische wereld niet geconsulteerd (toch niet bij name). Geen consumentenorganisaties werden geraadpleegd. Net zoals ESME baseerde CSES zich op een – beperkte – club van onder meer internationale banken en financiële instellingen (met resp. 2 en 4 vertegenwoordigers van DEUTSCHE BÖRSE en DEUTSCHE BANK, en vertegenwoordigers van SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, CALYON, BNP PARIBAS, MERRILL LYNCH) en voornamelijk Angelsaksische advocatenkantoren (LINKLATERS, ALLEN & OVERY, SIMMONS & SIMMONS, SHEARMAN & STERLING)¹⁵⁷⁷. Het gebrek aan representativiteit wordt bovendien vergroot door het feit dat de vragenlijsten onvolledig werden ingevuld¹⁵⁷⁸. De CSES studie citeert 7 reacties en concludeert daaruit dat : “For certain specialist areas of the market, the EUR 1,000 threshold appears to be causing problems and the market appears to be in favour of its relaxation”¹⁵⁷⁹. Vreemd genoeg is de algemene conclusie in de CSES studie – en o.i. zonder echte basis – meer verregaand, namelijk : “The EUR 1000 threshold prevents issuers of non equity securities from choosing home member states. There are some practical problems caused by the application of this rule for particular classes of security and its relaxation would be beneficial”¹⁵⁸⁰.

381. HET ESME RAPPORT EN DE CSES STUDIE GEZIEN IN HET LICHT VAN DE LITERATUUR IN DE V.S. Met het pleidooi voor een afschaffing of afzwakking van de 1.000 EUR grens voor bepaalde categorieën van uitgevende instellingen of effecten (de CESC studie verwijst naar “certain specialist areas” en “particular classes of security”) wordt – zonder dat met zoveel woorden te zeggen – aangeknoopt bij het debat tussen “issuer choice” en “regulatory competition” dat sinds het einde van de jaren negentig vooral in de Verenigde Staten plaatsvindt. Auteurs zoals ROMANO, CHOI en GUZMAN hebben in een reeks artikelen de idee naar voren geschoven – in diverse varianten – dat uitgevende

¹⁵⁷⁵ Op 13. De ESME geeft nog twee bijkomende argumenten. Ten eerste, stelt ze, dat “For issuers, however, this threshold causes practical problems because they may need to draw up a number of prospectuses – for example, one to cover a debt issuance program within the 1,000 Euro threshold and another for their remaining debt issuance activities (which might exceed that threshold). It would make sense, both for the issuer and for the competent authority, if both prospectuses were submitted to the same authority for approval. However, this would then effectively remove the freedom of choice for the higher denomination debt” (op 13). Dit is o.i. een foutieve, circulaire redenering. De uitgevende instelling die ervoor opteert om voor schuldeffecten met een nominale waarde van 1.000 euro of meer een andere toezichhoudende overheid aan te duiden, weet immers op voorhand dat zij voor de andere effecten een tweede toezichhoudende overheid zal hebben. Anders gezegd, de uitgevende instelling die enkel met één toezichhoudende overheid wenst te maken te hebben, kan ervoor kiezen om ook de aanbidding van schuldeffecten met een nominale waarde van 1.000 euro of meer te laten goedkeuren door deze ene toezichhoudende overheid. De tweede reden die ESME geeft is de volgende : “Moreover, if the 1,000 euro threshold were to be abolished, the uncertainty regarding the threshold of non-equity securities in a currency other than euro of “nearly equivalent to 1,000 euro” would also be removed” (op 13). Ook dit lijkt ons een non-argument. Er is immers veel voor te zeggen dat de drempel van 1.000 EUR discretionair is, maar het probleem met de valutaschommeling van de USD kan relatief makkelijk worden opgelost worden door te voorzien in een vrij hoge drempel in USD (zoals 2.000 USD), zodat een zekere veiligheidsmarge is ingebouwd (zie de bespreking in *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 1.2*). Dit is o.i. alleszins geen argument om de drempel volledig af te schaffen.

¹⁵⁷⁶ CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 37 : “We need evidence whether this is perceived as a real problem for market operators” (zoals vermeld in de *terms of reference* van het onderzoek van CSES).

¹⁵⁷⁷ Idem, 75. Op 5 wordt benadrukt dat ook een questionnaire werd verstuurd naar : “ICMA – International Capital Markets Association; LIBA – London Investment Bankers Association; London Stock Exchange; ABL – Luxembourg banking association; AFEI – French investment company association; SSSA – Swedish securities dealers association; BVI – German investment and asset management association”.

¹⁵⁷⁸ Idem, 38 : “We asked respondents to our questionnaire to comment on the EUR 1,000 threshold. Although there were not a large number of responses, those that did reply supported the removal of the EUR 1,000 threshold and drew attention to some practical problems. We show below the comments that were made”.

¹⁵⁷⁹ Idem, 39.

¹⁵⁸⁰ Idem, 44, herhaald op 66-67.

instellingen hun eigen jurisdictie (de toezichtoudende overheid en zelfs de inhoudelijke regels) moeten kunnen kiezen¹⁵⁸¹. Dergelijk “competitive federalism”¹⁵⁸² of “portable reciprocity”¹⁵⁸³ zou erin resulteren dat jurisdicties hun regulering beter aanpassen aan de noden van uitgevende instellingen en investeerders¹⁵⁸⁴. ROMANO stelt dat op deze wijze onder meer via mededinging beleidsvergissingen makkelijker kunnen gecorrigeerd worden, en dat de markt feedback teweeg brengt die kan leiden tot beleidsverbetering en innovatie¹⁵⁸⁵. Andere auteurs, zoals FOX, hebben eerder de omgekeerde stelling verdedigd¹⁵⁸⁶. Het is volgens deze auteur onder meer onduidelijk wat de precieze gevolgen zullen zijn van een jurisdictionele mededinging : “In sum, Choi and Guzman overstate things when they conclude that a differentiated set of regimes is a ‘likely’ result of jurisdictional competition. A more appropriate conclusion would be that we have very little idea about what such competition would bring. Indeed, based on what we do know, an undifferentiated set of regimes seems the more likely result”¹⁵⁸⁷. Het fundamentele twistpunt in deze literatuur is welk concreet resultaat mededinging tussen jurisdicties in de context van het effectenrecht zou opleveren. In zekere zin komt deze vraag – en het debat tussen voormelde auteurs – neer op een “race to the top” argument versus een “race to the bottom” argument¹⁵⁸⁸, net zoals dat in de context van het vennootschapsrecht gevoerd werd tussen respectievelijk CARY en WINTER¹⁵⁸⁹. De vraag is bovendien in welke mate de literatuur in het domein van het vennootschapsrecht kan worden uitgebreid naar het domein van het effectenrecht¹⁵⁹⁰.

382. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST – PRINCIPIËLE NEUTRALITEIT VAN DE BEVOEGDHEIDSAANDUIDING. Het is interessant dit Amerikaans debat in de huidige Europese context te

¹⁵⁸¹ Zie voor een bespreking van de diverse standpunten W. CARNEY, “Jurisdictional Choice in Securities Regulation”, 41 *Va. J. Int’l L.*, 2001, 717.

¹⁵⁸² Cf. R. ROMANO, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, AEI Press, 2003 (312 p.), 172 : “The current approach toward securities regulation should be revamped by implementing a regime of competitive federalism, under which firms would select their regulator from among the fifty states, the District of Columbia, the Securities and Exchange Commission, or other nations. Competitive federalism harnesses the high-powered incentives of markets to the regulatory state to produce regulatory arrangements compatible with investors’ preferences”. Zie tevens R. ROMANO, “The Need for Competition in International Securities Regulation”, 2 *Theoretical Inq. L.*, 2001, 387; R. ROMANO, “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”, 107 *Yale L.J.*, 1998, 2359;

¹⁵⁸³ Cf. S. CHOI, “Promoting Issuer Choice in Securities Regulation”, 41 *Va. J. Int’l L.*, 2001, 815, 820 : “Portable reciprocity gives issuers the ability to choose the securities regulatory regime governing transactions in the issuers’ securities. Issuers may pick and choose the type of information disclosure, the level of antifraud liability, and the protections that apply to secondary market trades in the issuers’ securities, among other protections for investors”.

¹⁵⁸⁴ *Idem*, 822.

¹⁵⁸⁵ R. ROMANO, “The Need for Competition in International Securities Regulation”, 2 *Theoretical Inq. L.*, 2001, 387 e.v.

¹⁵⁸⁶ M. FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment”, 85 *Va. L. Rev.*, 1999, 1335.

¹⁵⁸⁷ Op 1404.

¹⁵⁸⁸ A. GUZMAN, “Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal”, 39 *Va. J. Int’l L.*, 1999, 607 op 614 : “Some observers believe that this sort of regulatory competition is a good thing, generating a race to the top. 27 Others, however, believe that it creates a harmful race to the bottom”.

¹⁵⁸⁹ Een bespreking hiervan lijkt ons buiten het bestek van ons onderzoek. Te noteren valt dat WILLIAM CARY de “race to the bottom” stelling verdedigde (W. CARY, “Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware”, 83 *Yale L.J.*, 1974, 663, 666, 705) terwijl RALPH WINTER enkele jaren later de omgekeerde stelling beargumenteerde (zie R. WINTER, “State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation”, 6 *J. Legal Stud.*, 1977, 251, 256). Zie hieromtrent, uitgebreid en met verwijzingen : E. KAMAR, “A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law”, 98 *Colum. L. Rev.*, 1998, 1908; R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute, 1993 (151 p.). Zie tevens, in de context van de Richtlijn 2004/25/EG : G. KEMPERINK en J. STUYCK, “The thirteenth company law directive and competing bids”, *Common Market Law Review*, 2008, 93-130, 111-112.

¹⁵⁹⁰ M. FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment”, 85 *Va. L. Rev.*, 1999, 1393 : “Even if Romano is correct that state competition for corporate charters is share value maximizing, Romano overstates her case when she says that ‘there is no reason to expect state competition to operate differently for securities law than it does for corporate law.’ Unlike a firm’s decision to include – through its choice of where to incorporate – certain corporate governance terms in its charter, a firm’s decision to commit – through a choice of securities regime – to a higher level of disclosure has positive externalities”.

herbekijken. In wezen zou – in de veronderstelling dat de Prospectusrichtlijn correct is omgezet – het nog weinig verschil mogen uitmaken welke toezichthoudende overheid bevoegd is in de E.E.R. De inhoud van het prospectus is immers geharmoniseerd via de Prospectusverordening en het proces van goedkeuring alsook de gevolgen die aan de goedkeuring worden gegeven, zijn eveneens geharmoniseerd. Voor wat betreft het geharmoniseerd domein is de bevoegdheidsaanduiding bijgevolg in wezen neutraal (hierna wordt een nuance gemaakt voor wat het niet-geharmoniseerd domein betreft). Op grond van de analyse in Deel 1 zal het o.i. niet zozeer van belang zijn *welke toezichthouder* bevoegd is, maar wel *wat de transactiekosten zijn en wat de kosteloosheid is van de toegang tot de informatie van het prospectus*. In het argument van de ESME ten voordele van “issuer choice” (voor schuldeffecten) is vervat dat de vrijheid om de toezichthouder te kunnen kiezen, zal leiden tot meer mededinging tussen de toezichthoudende overheden. Indien men de redenering verder trekt, zou men kunnen stellen dat daardoor de transactiekosten (namelijk de kosten verbonden aan de goedkeuring van het prospectus) zouden dalen. Dat zou op zijn beurt de efficiëntie van de markten vergroten. Het toelaten en promoten van meer mededinging tussen toezichthoudende overheden – ook voor andere effecten dan schuldeffecten – lijkt bijgevolg een beleidskeuze die verdedigbaar kan zijn, doch slechts op voorwaarde dat de transactiekosten daardoor reëel verminderen en de vraag naar financiering aldus efficiënter wordt tegemoet gekomen door het aanbod van financiering. Tot zover de intuïtieve theorie. Want hierbij zijn niettemin belangrijke nuances te plaatsen. Ten eerste moet gezegd worden dat in een Europese context het voordeel van meer mededinging tussen de lidstaten relatief beperkt lijkt. De huidige bevoegdheidsaanduiding van de Prospectusrichtlijn – zoals omgezet in de lidstaten – blijkt immers weinig problematisch te zijn¹⁵⁹¹. Indien de beleids optie wordt overwogen om in meer *issuer choice* te voorzien, zou kunnen worden nagegaan in hoeveel gevallen en door welke uitgevende instellingen in de periode vanaf 1 juli 2005 daadwerkelijk is gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een andere toezichthoudende overheid te selecteren voor schuldeffecten met een nominale waarde van minstens 1.000 EUR dan degene die anders bevoegd zou geweest zijn. Ten tweede zijn de transactiekosten niet gelijk te stellen met het geldbedrag dat aan de toezichthoudende overheid wordt betaald (of de tijd die het goedkeuringsproces vraagt). In dat opzicht moet verwezen worden naar de studie omtrent *The Cost of Capital: An International Comparison* door OXERA die in Deel 1 werd besproken¹⁵⁹². De initiële kosten om toegelaten te worden tot de verhandeling op een gereguleerde markt (initial listing fees) zijn bijvoorbeeld nagenoeg verwaarloosbaar als component van de kost van kapitaal, vergeleken met de “IPO discount” of underwriting fees. Er moet bijgevolg nog worden aangetoond dat de invoering van meer *issuer choice* werkelijk tot gevolg heeft dat de transactiekosten dalen; indien dat niet overtuigend kan worden aangetoond, is o.i. de theoretische rechtvaardiging fundamenteel zwak. Ten derde moeten er, indien wordt geopteerd voor meer *issuer choice*, garanties komen dat het risico op een *race to the bottom* wordt vermeden. *Issuer choice* riskeert immers een concentratie teweeg te brengen die een lidstaat en/of haar toezichthoudende overheid afhankelijk maakt van de effectenindustrie (of een bepaald segment daarvan)¹⁵⁹³. Wat dat laatste betreft, zijn er een aantal zijdelingse effecten in rekening te brengen. Hierboven is gesteld dat, voor wat betreft het geharmoniseerd domein, de bevoegdheidsaanduiding in wezen neutraal is. Dat is echter anders voor het niet-geharmoniseerd domein, en met name de prospectusaansprakelijkheid. Tezamen met procedurele regels kan de nationale regeling inzake prospectusaansprakelijkheid immers aanleiding geven tot gerechtelijke actie vanwege beleggers – al dan niet via class actions – hetgeen substantiële kosten kan genereren voor uitgevende instellingen en afbreuk kan doen aan de aantrekkelijkheid van een jurisdictie. Aangezien dit nog één van de weinige domeinen is waarop jurisdicties kunnen concurreren, zou men kunnen verwachten dat, in het geval van meer “regulatory competition” – zoals ESME

¹⁵⁹¹ Dit blijkt o.m. uit het feit dat weinig respondenten – 7 van de meer dan 60 – de vraag dienaangaande van CSES beantwoordden. Bovendien blijkt uit de studie van CSES dat de meeste toezichthoudende overheden zich aan de goedkeuringstermijn voorzien in de Prospectusrichtlijn houden (zie CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 35).

¹⁵⁹² OXERA, “The Cost of Capital: An International Comparison”, juni 2006 (75 p.).

¹⁵⁹³ Cf. CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 20 : “[...] market participants also suggested that increased regulatory competition as part of the passport regime may have fostered an increase in specialisation in individual Member States (e.g. certificates in Germany, MTN programmes in Luxembourg)”.

voorstaat – jurisdicties die buitenlandse instellingen wensen aan te trekken, hervormingen zouden doorvoeren die beleggers minder juridische actiemogelijkheden zouden toekennen¹⁵⁹⁴. Indien de uitgevende instellingen de vrije keuze wordt gelaten om zelf de toezichthoudende overheid te kiezen, dient daarom overwogen te worden ook de prospectusaansprakelijkheid te harmoniseren, zodat op dat gebied geen mededinging zal kunnen voorkomen. Ook moeten ongewilde implicaties op voorhand worden geïdentificeerd : immers, andere vormen van mededinging tussen jurisdicties zijn mogelijk – zoals het opzetten van gunstige fiscale regimes – die als gevolg kunnen hebben dat uitgevende instellingen worden aangetrokken door een bepaalde jurisdictie¹⁵⁹⁵. Daarnaast zal het in dergelijk geval wenselijk zijn dat voorzien wordt in een effectief controlemechanisme dat de toezichthoudende overheden mekaar niet beconcurreren in de standaarden van het goedkeuringsproces – door bijvoorbeeld de bepalingen van de Prospectusverordening laks toe te passen. Dat laatste zou precies de efficiëntie van de kapitaalmarkten potentieel kunnen storen.

383. TOETSING AAN DE HARMONISATIE TEST – PROBLEMATIEK VAN DE KOST VAN DE INFORMATIE VOOR DE MARKTEN. Echter, hoewel het in het licht van de harmonisatietest weinig relevant is *welke* toezichthoudende overheid precies bevoegd zal zijn, is het wel potentieel relevant *dat* het toezicht lidstaat per lidstaat is georganiseerd. De opsplitsing in het toezicht tussen de diverse toezichthoudende overheden doet immers potentieel afbreuk aan de kosteloosheid van de informatie, en dus aan de efficiëntie van de markten¹⁵⁹⁶. De informatie die is goedgekeurd door de diverse toezichthoudende overheden, komt volgens de Prospectusrichtlijn met name terecht in nationale, per lidstaat georganiseerde, gegevensbanken. Art. 14.4 Prospectusrichtlijn bepaalt dat de bevoegde toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst “op haar website alle prospectussen [publiceert] of, naar keuze, ten minste de lijst met alle prospectussen die zij de afgelopen twaalf maanden [...] heeft goedgekeurd, in voorkomend geval met een hyperlink naar het prospectus dat op de website van de uitgevende instelling wordt gepubliceerd of op de website van de gereguleerde markt”. De informatie wordt met andere woorden *gedecentraliseerd gepubliceerd*. Het lijkt aannemelijk dat deze decentralisatie niet alleen de publicatiekosten maar ook – en vooral – de opsporingskosten riskeert te verhogen : de markt (en in theorie alle marktpelers) dienen het prospectus dat werd goedgekeurd, te vinden op de diverse websites van de toezichthoudende overheden – die elk anders zijn georganiseerd en die niet noodzakelijk in het Engels zijn – of, in beginsel, de uitgevende instelling zelf¹⁵⁹⁷. Bovendien kan dergelijke gedecentraliseerde publicatie beschouwd worden als een bevestiging van de *territoriale logica*, waarbij de grenzen van de lidstaten nog steeds de grenzen van de markt bepalen¹⁵⁹⁸. Een centrale gegevensbank, op het niveau van CESR, zou de kosten inzake de toegang van de informatie kunnen reduceren¹⁵⁹⁹. Op deze wijze zal het opsporen en analyseren van informatie

¹⁵⁹⁴ Zie het voorwoord van de ECONOMIC SECRETARY TO THE TREASURY bij de studie van PAUL DAVIES omtrent prospectusaansprakelijkheid: “The appointment of Professor Paul Davies QC to conduct this independent review is the crucial component to make sure that in this vital area we get the policy right. When I first met Paul we discussed the effects that his work could have on the efficiency and international competitiveness of the UK’s capital markets. The UK’s statutory and legal framework is rightly seen across the world as a key competitive advantage” (P. DAVIES, “Review of Issuer Liability”, *HM Treasury*, juni 2007, op 2).

¹⁵⁹⁵ CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 37 : “This seems to be leading to a degree of competition and specialization amongst regulators – for example most recent employee share scheme prospectuses for non EU companies have been approved in France. Similarly, in the UK, there is a move towards risk-based approaches to prospectus approval and fast track procedures for Base Prospectuses. However, it should be noted that such specialisation also predated the Prospectus Regime, due primarily to other differences across Member States such as tax advantages” (eigen cursivering).

¹⁵⁹⁶ Zie met name *Deel 1, Hoofdstuk 1, afdelingen 3 en 4*.

¹⁵⁹⁷ Zie art. 14.2 Prospectusrichtlijn.

¹⁵⁹⁸ We komen hierop verder terug in de volgende afdelingen.

¹⁵⁹⁹ Vgl. A. N. LICHT, “Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets”, 38 *Va. J. Int’l L.*, 1998, 563, 615 : “Informational inefficiency also stems from the fact that information collection and analysis is costly. In order for market participants to have incentive to engage in information collection and analysis, there must be an interim stage when the information is not publicly available. Based on this insight, Ronald Gilson and Reinier Kraakman show that the market’s efficiency with respect to particular kinds of information depends on the cost of acquiring it. It follows that capital market efficiency is directly linked to the structure of

goedkoper en efficiënter worden, waardoor de prijs van de effecten beter de fundamentele waarde ervan zal kunnen benaderen¹⁶⁰⁰. Bijgevolg verdient het o.i. aanbeveling dat het goedgekeurd prospectus ten minste *eveneens* integraal beschikbaar gemaakt op de CESR website¹⁶⁰¹. *De lege ferenda* zou een volgende toevoeging aan de bestaande teksten kunnen worden overwogen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst publiceert op het ogenblik van de goedkeuring op de website van CESR alle prospectussen in hun integraliteit.

384. OP NAAR EEN GEÏNTEGREERD SYSTEEM VAN INFORMATIEVERSTREKKING? Het *de lege ferenda* voorstel dat in vorig randnummer werd geformuleerd, probeert de kost van de informatieverstrekking te reduceren, en daardoor de efficiëntie van de intermedie te verhogen. Deze, of een soortgelijke, hervorming is daarom niet alleen wenselijk, maar tevens noodzakelijk. De vraag kan echter gesteld worden of *de lege ferenda* de Europese wetgever niet verder zou behoren te gaan door op de website van CESR te voorzien in een *geïntegreerd systeem van informatieverstrekking*. Zoals MERKT aanmerkt: “It is obvious that disclosure calls for standardization, i.e., the use of an identical format for disclosure in order to facilitate comparison of the data disclosed”¹⁶⁰². Eerdere voorstellen in de Verenigde Staten gingen wat dat betreft zeer ver door een systeem van “*company registration*” voor te stellen: “[c]ompany registration is the logical culmination of a progression over the past three decades [...] away from the transaction-based framework for the registration of securities offerings”¹⁶⁰³. In een dergelijk systeem zal een vennootschap zichzelf registreren als een uitgevende instelling die haar effecten openbaar wenst aan te bieden, en in dat opzicht informatie publiceren omtrent haarzelf¹⁶⁰⁴. Hoewel de SEC niet zo ver is willen gaan, is wel voorzien in een – zeer uitgebreid – informatiesysteem, het zogenaamde EDGAR, ofwel ELECTRONIC DATA GATHERING, ANALYSIS, AND RETRIEVAL SYSTEM dat sinds 1996 algemene toepassing vindt in de Verenigde Staten. EDGAR verzamelt, per uitgevende instelling, en in *full text* alle rapportering, prospectussen, jaarverslagen, contracten, bepaalde

the information market”. Zie tevens R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 549 (en vgl. met R. GILSON en R. KRAAKMAN, “Mome in Hindsight: How Has ‘Mechanisms of Market Efficiency’ fared Over the Past 20 Years?”, Working Paper, 2004-2005 en R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, 28 *The Journal of Corporation Law*, 2003, 215).

¹⁶⁰⁰ U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 47-48 (tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241).

¹⁶⁰¹ Cf. H. MERKT, “Creditor Protection Through Mandatory Disclosure”, in: H. EIDENMÜLLER en W. SCHÖN (eds.), *The Law and Economics of Creditor Protection*, Den Haag, Asser, 2008 (489 p.), 93-121, op 116-117: “Timeliness is a pretty important feature of efficient disclosure. Channels for the dissemination of the information disclosed are as important as the information itself. While disclosure of information is often provided for by legislation, filing and access to information can be cumbersome and costly”.

¹⁶⁰² H. MERKT, “Creditor Protection Through Mandatory Disclosure”, in: H. EIDENMÜLLER en W. SCHÖN (eds.), *The Law and Economics of Creditor Protection*, Den Haag, Asser, 2008 (489 p.), 93-121, op 113.

¹⁶⁰³ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION ADVISORY COMMITTEE ON THE

CAPITAL FORMATION AND REGULATORY PROCESSES, voorgezeten door S. WALLMAN, 24 juli 1996.

¹⁶⁰⁴ Idem: “Under a full company registration system, the one-time registration of eligible companies generally would encompass all securities that they or their affiliates might offer or sell thereafter. Issuers and investors will both benefit from this fundamental conceptual change that will eliminate artificial distinctions among the markets for the issuer’s securities and the restrictions on the resale of those securities based upon the nature of the transaction in which the security was initially sold”. Alternatieve voorstellen werden geformuleerd door o.m. J. COX, “The Future Content of the U.S. Securities Laws: Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay”, 63 *Law & Contemp. Prob.*, 2000, 11 en D. LANGEVOORT, “The Future Content of the U.S. Securities Laws: Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment”, 63 *Law & Contemp. Prob.*, 2000, 45.

correspondentie zoals *legal opinions*¹⁶⁰⁵. Recentelijk werd deze gegevensbank nog “*something close to a national treasure*” genoemd¹⁶⁰⁶. Mee aangestuurd door de financiële crisis van 2008 zijn op heden een aantal voorstellen gedaan om deze gegevensbank verder te optimaliseren, om de juistheid, volledigheid, tijdigheid, relevantie, standaardisering en vergelijkbaarheid van de weergegeven informatie te vergroten¹⁶⁰⁷. Zo werd door GRUNDFEST EN BRENNER voorgesteld om de informatieverstrekking door uitgevende instellingen te laten plaatsvinden via gestandaardiseerde online vragenlijsten (in plaats van de huidige formulieren). Het voordeel van dergelijke benadering van “standard, routinized disclosure”¹⁶⁰⁸ zou er in bestaan dat deze inhoudsneutrale vragenlijsten een grotere mate van standaardisering toelaten, terwijl de uitgevende instelling minder informatie zou moeten dupliceren¹⁶⁰⁹. Vanuit een Europees perspectief kan zulk succesvol systeem een basis zijn om een eigen CESR gegevensbank te ontwikkelen. Dit hoeft uiteraard geen blinde kopie te zijn. Men moet starten van de eigen Lamfalussy regelgeving. Zo kan overwogen worden om de diverse *modi* van informatieverstrekking – zij het op basis van de Prospectusrichtlijn of de Transparantierichtlijn, alsook enige andere informatieverplichtingen – te synthetiseren in deze gegevensbank. De informatie zal aldus op een gestandaardiseerde wijze worden gepubliceerd op één website, die voor alle marktparticipanten kosteloos toegankelijk behoort te zijn, zodat de kosten inzake opsporing en monitoring van informatie gereduceerd worden. In ons onderzoek hieronder zal telkens worden aangegeven welke informatieverstrekking op deze website kan figureren. Derhalve kan volgend *de lege ferenda* voorstel bijkomend worden overwogen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

CESR zal op haar website een gegevensbank kosteloos beschikbaar stellen, die erop gericht is om de informatie weer te geven op een wijze die rekening zal houden met criteria van juistheid, volledigheid, tijdigheid, relevantie, standaardisering en vergelijkbaarheid.

¹⁶⁰⁵ Zie www.sec.gov/edgar.shtml.

¹⁶⁰⁶ D. COPENHAFER, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, op 19-20 : “The SEC’s website, a resource that I suspect everybody in the room is familiar with, is to my mind something close to a national treasure. When you talk to people who have been in the business for a long time, people are still amazed that you don't have to go to the SEC public reference rooms anymore. The public reference room is in your office on your P.C. Access to everything that has been filed is just immediate, comprehensive, and complete. That central database, if you are going to court, is the holder of the document of record. I mean there is great comfort in being able to come to sec.gov and be able to know that you are assured of having the document that was filed”.

¹⁶⁰⁷ Cf. A. BERKELEY, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, op 35 : “There are five elements of value in data: accuracy, completeness, timeliness, relevance, and comparability”.

¹⁶⁰⁸ Cf. F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Londen/Cambridge, Harvard University Press, 1991 (370 p.), 303.

¹⁶⁰⁹ J. GRUNDFEST, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, op 76-77 : “The questionnaire-based approach that Alan Beller and I are suggesting that the Commission consider is actually quite simple, we think, and also not very different in many ways from the company file information that has just been described. The way the questionnaire would work would really be extraordinarily simple. You would take Regulation S-K, as it currently exists, and you would turn it into a series of questions, and by responding to these questions you automatically generate a structured database of the form that was just discussed in connection with the company file information. The questionnaire approach, however, also allows certain advances in the nature of, for example, having pull down menus that provide even greater structure, and having check the box situations. And with regard to any one of these pull down menus, or recheck the boxes, we think there should always be a field where the registrant can provide additional information in the event that they are concerned that the specific response, which might be quite discrete”. Zie tevens J. GRUNDFEST en A. BELLER, “Reinventing the Securities Disclosure Regime: Online Questionnaires as Substitutes For Form-Based Filings”, Working Paper No. 361, augustus 2008, 1-11.

1.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd de regeling van de bevoegdheidsaanwijzing van de toezichthoudende overheid in de Prospectusrichtlijn geanalyseerd. Een analyse van de literatuur leidde ons tot de vaststelling dat de regeling aangaande de niet-E.E.R. uitgevende instellingen aanzienlijk bekritiseerd werd, voornamelijk vanuit de hoek van Angelsaksische advocatenkantoren. Mee onder druk van dergelijke kritiek, publiceerde de Europese Commissie zelfs een interpretatieve nota. Niettemin heeft ons onderzoek geen bevestiging gevonden dat de kritiek van deze advocatenkantoren bewaarheid is geworden. Integendeel, we hebben in het onderzoek geen aanduiding gevonden dat de regeling aangaande de niet-E.E.R. uitgevende instellingen tot enige problemen heeft geleid. De vraag werd gesteld of de reactie van deze rechtspractici niet veeleer geïnspireerd was door de potentiële niet-E.E.R. klanten die een keuze voor een bepaalde jurisdictie zouden maken. Bovendien riskeert dit debat de aandacht te hebben afgeleid van andere, meer belangrijke problemen, zoals onder meer de problematiek met betrekking tot de schuldeffecten met een hoge nominale waarde in een vreemde valuta, of het verband met de Transparantierichtlijn. Vertrekkende vanuit deze analyse hebben we vervolgens een rechtsvergelijkend onderzoek gevoerd naar de omzettingen van de bevoegdheidsaanwijzende regels. Uit ons onderzoek blijkt dat de lidstaten ervoor hebben gekozen om – in meer of mindere mate – de regeling inzake bevoegdheidsaanwijzing getrouw te implementeren. Relatief kleine divergenties lijken enkel te bestaan met betrekking tot de in andere valuta aangeduide aanbiedingen. Ook het CESR rapport van juni 2007 bevestigde dat op dit gebied geen noemenswaardige problemen bestonden. Ten slotte werd in deze afdeling de regeling van de Prospectusrichtlijn en de omzettingen in de onderzochte jurisdicties getoetst aan de harmonisatietest van Deel 1. In twee recente studies – van de ESME in september 2007 en CSES in juni 2008 – bleek dat een aantal marktparticipanten meer *regulatory competition* (met andere woorden : *issuer choice*) wenst. Volgens deze studies is het meer in het bijzonder aanbevolen de drempel van 1.000 EUR voor schuldeffecten af te schaffen. Deze vraag leidde ons naar een – beknopte – bespreking van het debat omtrent *issuer choice* dat vooral in de V.S. vanaf het einde van de jaren negentig werd gevoerd. We stelden dat het belang van deze *issuer choice* in een Europese context evenwel beperkt lijkt. Binnen het geharmoniseerd domein is de bevoegdheidsaanduiding immers in wezen neutraal : het zal niet zozeer van belang zijn welke toezichthouder bevoegd is, maar wel wat de transactiekosten zijn en wat de kosteloosheid is van de toegang tot de informatie van het prospectus. Dit gezegd zijnde, mocht het een beleidsoptie worden van de Europese wetgever om de *issuer choice* te vergroten – een optie die een aantal risico's met zich meebrengt – lijkt het ons evenwel als minimumvoorwaarde noodzakelijk te overwegen om bepaalde domeinen die op dit ogenblik buiten het geharmoniseerd domein vallen – en met name de prospectusaansprakelijkheid – mee te harmoniseren. Daarnaast hebben we gesteld dat op basis van de harmonisatietest de *kosteloosheid* van de informatie een veel belangrijker element blijkt te zijn dan *issuer choice*. De opsplitsing in het toezicht tussen de diverse toezichthoudende overheden heeft als gevolg dat de informatie die verplicht beschikbaar wordt gesteld, op gedecentraliseerde en niet-gestandaardiseerde wijze wordt gepubliceerd. Dit doet potentieel afbreuk aan de kosteloosheid van de informatie, en dus aan de efficiëntie van de markten. Een centrale gegevensbank, op het niveau van CESR, zou de kosten inzake de toegang van de informatie kunnen reduceren. Er kan aan herinnerd worden dat dit wezenlijk is teneinde de marktefficiëntie te verhogen.

AFDELING 2. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS DE AANBIEDING VAN EFFECTEN AAN HET PUBLIEK

2.1. OPZET

385. DE EERSTE POOL VAN DE PROSPECTUSPLICHT : DE “AANBIEDING AAN HET PUBLIEK”. De invoering van een Europees paspoort voor uitgevende instellingen bood – aldus het Gewijzigd voorstel Prospectusrichtlijn – een “unieke gelegenheid” om de bestaande divergente prospectuswetgeving te harmoniseren¹⁶¹⁰. Om deze reden werden in de Prospectusrichtlijn bepaalde kerndefinities geharmoniseerd om “klaarheid te scheppen over de werkingssfeer van de richtlijn”¹⁶¹¹. Twee van deze kerndefinities zijn tevens de operationele begrippen die de principiële grenzen van de prospectusplicht afbakenen, namelijk : “aanbieding van effecten aan het publiek” (art. 3.1 Prospectusrichtlijn) en “toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereglementeerde markt” (art. 3.3 Prospectusrichtlijn). In deze afdeling gaan we in op de notie “aanbieding aan het publiek” oftewel de “openbare aanbieding”¹⁶¹². De volgende afdeling behandelt verder de notie “toelating tot een gereglementeerde markt”¹⁶¹³. Ten eerste wordt ingegaan op de begripsbepaling in de Prospectusrichtlijn zelf (2.2). Vanuit een korte schets van de historische context worden de voorbereidende werkzaamheden in het kader van de Prospectusrichtlijn dienaangaande geanalyseerd¹⁶¹⁴, waarna we de kernbestanddelen van de definitie kritisch bespreken. Deze kritische bespreking vormt vervolgens de basis voor de analyse in 2.3 van de diverse omzettingswetten in de vijf onderzochte jurisdicties. In 2.4 ten slotte evalueren we de sterktes en zwaktes van het huidige regime die we hebben kunnen identificeren. Deze kritische evaluatie leidt – na een beknopte rechtsvergelijking met de *1933 Securities Act* – ten slotte tot het formuleren van een alternatief voor de huidige notie van de Prospectusrichtlijn.

2.2. ANALYSE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

2.2.1. Historische achtergrond

386. RICHTLIJN 89/298/EEG. Voor de Prospectusrichtlijn waren op Europees niveau twee Richtlijnen van kracht die enerzijds de “openbare aanbieding van effecten” en anderzijds de “officiële notering” regelden¹⁶¹⁵. Met betrekking tot de “openbare aanbieding”¹⁶¹⁶, was Richtlijn 89/298/EEG¹⁶¹⁷ van toepassing op “effecten die in een [lidstaat] voor de eerste maal onderwerp van een openbare aanbieding vormen wanneer deze effecten nog niet zijn genoteerd aan een effectenbeurs die in die

¹⁶¹⁰ Toelichting bij het Gewijzigd voorstel, 4.

¹⁶¹¹ *Idem*, 4.

¹⁶¹² Waar de notie “openbare aanbieding” (ook) gehanteerd werd in het Gewijzigd voorstel, verwijst de Prospectusrichtlijn enkel nog naar het begrip “aanbieding aan het publiek”. In de omzettingswetten worden, zoals we zullen zien, beide begrippen door mekaar gebruikt. Zie tevens verder hieronder.

¹⁶¹³ Volledigheidshalve moet nog gezegd worden dat ook het effectenbegrip beknopt behandeld in Hoofdstuk 6.

¹⁶¹⁴ Zoals we zullen zien, moet de notie “aanbieding aan het publiek” zoals gehanteerd in de Prospectusrichtlijn immers als een – voorlopig – eindpunt in de compromisvorming rond een beleidsdiscussie worden gezien, eerder dan een vastomlijnd, gepredetermineerd concept dat universeel zou gelden.

¹⁶¹⁵ S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2007 (807 p.), 69 en 379 e.v.

¹⁶¹⁶ Richtlijn 80/390/EEG (m.b.t. de “officiële notering”) zal in volgende afdeling besproken worden (zie met name 3.2).

¹⁶¹⁷ Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbieding van effecten, *Pb. L.*, 5 mei 1989, afl. 124, 8-15.

[lidstaat] gelegen of aldaar werkzaam is”¹⁶¹⁸. Deze Richtlijn verplichtte de lidstaten ertoe om een regeling te treffen “dat de openbare aanbidding van effecten op hun grondgebied afhankelijk wordt gesteld van de [publicatie] van een prospectus door de persoon die de openbare aanbidding doet”¹⁶¹⁹.

387. VAN HET OORSPRONKELIJK VOORSTEL NAAR DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Het Oorspronkelijk voorstel van de Prospectusrichtlijn bepaalde dat de lidstaten er zorg voor dragen dat “elke aanbidding van effecten aan het publiek op hun grondgebied afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus door de aanbieder”¹⁶²⁰. Het Gewijzigd voorstel nam deze tekst over, met schrapping van de verwijzing naar de “aanbieder”¹⁶²¹. De definitieve tekst herformuleerde deze verplichting als volgt : “[d]e lidstaten staan [een] aanbidding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus op hun grondgebied niet toe”¹⁶²². De bedoeling, volgens de Europese wetgever, was dat in de Europese Unie geen effecten mogen worden aangeboden zonder dat aan initiële voorschriften voor de informatievoorziening is voldaan, of met andere woorden zonder dat een prospectus beschikbaar is voor de markt en de beleggers¹⁶²³.

388. HET OORSPRONKELIJK VOORSTEL TUSSEN OUD EN NIEUW – VERBAND MET RICHTLIJN 89/298/EEG. Deze doelstelling was niet nieuw. Ze kan bijna letterlijk worden teruggebracht tot de doelstellingen die in considerans nr. 6 van de Richtlijn 89/298/EEG werden aangehaald, namelijk dat “dit informatiebeleid eveneens vereist dat, wanneer effecten voor de eerste maal in een Lid-Staat aan het publiek worden aangeboden, [...] ongeacht of zij al dan niet later worden genoteerd, overeenkomstige inlichtingen ter beschikking van de beleggers worden gesteld in de vorm van een prospectus; dat een coördinatie van de inhoud van dit prospectus eveneens vereist is om de minimale waarborgen die de beleggers in de verschillende Lid-Statens genieten, gelijkwaardig te maken”¹⁶²⁴. Niet alleen de filosofie achter de prospectusplicht bij openbare aanbidding was niet nieuw, ook de gebruikte definities in het Oorspronkelijk voorstel waren gedeeltelijk gebaseerd op die van de bestaande richtlijn. Zo werd bijvoorbeeld het begrip “effecten” vrijwel ongewijzigd (op een actualisering na) overgenomen uit Richtlijn 89/298/EEG¹⁶²⁵.

389. HET OORSPRONKELIJK VOORSTEL TUSSEN OUD EN NIEUW – INNOVATIES. Niettemin was het Oorspronkelijk voorstel toch innovatief, en dit wegens de invoering van een geharmoniseerde definitie van “aanbidding van effecten aan het publiek”¹⁶²⁶. De EUROPESE CENTRALE BANK stelde in 2001 daaromtrent dat “[d]e ECB verwelkomt de voorgestelde invoering van een geharmoniseerde definitie van openbare aanbidding, waardoor verschillende interpretaties van communautaire regels worden voorkomen en in de hele EU hetzelfde beschermingsniveau voor beleggers wordt gewaarborgd”¹⁶²⁷, een

¹⁶¹⁸ Art. 1.1 Richtlijn 89/298/EEG.

¹⁶¹⁹ Art. 4 Richtlijn 89/298/EEG.

¹⁶²⁰ Art. 3.1 Oorspronkelijk voorstel.

¹⁶²¹ Cf. artikel 3.1 Gewijzigd voorstel Prospectusrichtlijn : “De lidstaten dragen er zorg voor dat elke aanbidding van effecten aan het publiek op hun grondgebied afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus”.

¹⁶²² Art. 3.1 Prospectusrichtlijn.

¹⁶²³ Oorspronkelijk voorstel, 9. Vgl. tevens Gewijzigd voorstel, 14 : “Artikel 3 verduidelijkt dat in de Europese Unie geen effecten aan het publiek mogen worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt mogen worden toegelaten zonder dat de vooraf te verstrekken informatie (het prospectus) beschikbaar is voor de markt en de beleggers”.

¹⁶²⁴ Considerans nr. 6 Richtlijn 89/298/EEG.

¹⁶²⁵ Oorspronkelijk voorstel, 9. Het Gewijzigd voorstel Prospectusrichtlijn voegde daaraan toe dat het effectenbegrip bovendien aangepast werd aan “de werking van de secundaire effectenmarkt waarin Richtlijn 93/22/EG inzake beleggingsdiensten voorziet” (op 13). Zie tevens *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 3.4*.

¹⁶²⁶ Idem, 9 : “[...] de invoering van een definitie van ‘aanbidding van effecten aan het publiek’ [moet] als een belangrijke nieuwigheid [...] worden aangemerkt”. Zie eveneens (en identiek) Gewijzigd voorstel, 13.

¹⁶²⁷ EUROPESE CENTRALE BANK, Advies van 16 november 2001 op verzoek van de Raad van de Europese Unie inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, *Pb. C.*, 6 december 2001, afl. 344, 4-7, nr. 6.

visie die overigens werd gevolgd in het advies van het EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ in 2002¹⁶²⁸.

390. HET BELANG VAN EEN GEMEENSCHAPPELIJKE DEFINITIE VAN “AANBIEDING VAN EFFECTEN AAN HET PUBLIEK”. Het belang van deze geharmoniseerde definitie werd nagenoeg unaniem beaamd door de rechtsleer¹⁶²⁹. Bij de onderhandeling van Richtlijn 89/298/EEG was het onmogelijk gebleken een consensus te bereiken over een dergelijke gemeenschappelijke definitie, hetgeen overigens onverbloemd vermeld werd in overweging nr. 7 van Richtlijn 89/298/EEG¹⁶³⁰. De Europese Commissie benadrukte dat de afwezigheid van een geharmoniseerde definitie divergente informatiestandaarden met zich zou meebrengen : wat in één lidstaat als “openbare aanbidding” zou worden aangemerkt, zou, bij gebrek aan een ééngemaakte definitie, dat niet hoeven te zijn in een andere lidstaat¹⁶³¹. Of zoals het bij

¹⁶²⁸ EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ, Advies over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, *Pb. C.*, 3 april 2002, afl. 80, 52-60, nr. 1.3 : “[...] harmonisatie van de basisdefinities ten einde leemten en uiteenlopende nationale interpretaties te voorkomen en voor gelijke kansen in de gehele Unie te zorgen”.

¹⁶²⁹ Zie o.m. A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111, 136; D. HURSTEL, “General Overview – Introduction, Adoption Process, Main Concepts, Strengths and Weaknesses of the EU Prospectus Directive”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 27; D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia* 2004/3, 379, 389; G. T’JONCK, “Prospectusperikelen bij internationale openbare effectenverrichtingen: Pleidooi voor een vernieuwde Europese regelgeving”, in *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 117, 1132, nr. 33; F. DE BAUW en M. DUPLAT, “Approbation, dispense et reconnaissance des prospectus. Fonctionnement du marché primaire”, in M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65, 119, nr. 127; M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. prat. soc.* 2004, 105, 114; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 176-177; D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 458; F.M. SCHLINGMANN, “Het voorstel voor een nieuwe prospectusrichtlijn”, in : Vereniging voor Effectenrecht, *Een bewezen bestaansrecht – Lustrumbundel 2002*, Kluwer, 2002 (434 p.), 355, op 360-377 : “[w]él nieuw is dat er een definitie is opgenomen van ‘aanbidding van effecten aan het publiek. In richtlijn 89/298/EEG ontbreekt die, omdat het destijds onmogelijk was over een gemeenschappelijke definitie overeenstemming te bereiken. Thans komt als gevolg daarvan veelvuldig voor dat een aanbidding van effecten in de ene lidstaat wordt aangemerkt als aanbidding aan het publiek en in de andere als private placement, waarvoor een vrijstelling van de prospectusplicht geldt”. J. DALHUIZEN, “Financial Services, Products, Risks and Regulation”, *European Business Law Review*, 2007, 819, 1076-1077; M. EVANS, “The Prospectus Directive”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.), 193, 196; S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Intersentia, Antwerpen-Oxford, 2007 (807 p.), 409; ILBERG en NEISES, “Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum ‘Einheitlichen Europäischen Prospekt’ and zum ‘Marktmissbrauch’ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik”, *WM*, 2002, 635, 641; A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 347.

¹⁶³⁰ Considerans nr. 7 Richtlijn 89/298/EEG : “Overwegende dat het tot nu toe niet mogelijk is geweest, een gemeenschappelijke definitie van de term ‘openbare aanbidding’ en de componenten ervan te vinden”. Zie verder A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 347. Cf. tevens G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 457: “In de marge kan ten slotte nog worden aangestipt dat de criteria voor het openbaar karakter van een uitgifteverrichting op Europees vlak geenszins geharmoniseerd zijn. Richtlijn 89/298/EEG [...] biedt immers geen definitie van de kwalificatie ‘openbaar’. Deze leemte in de Europese reglementering is dringend aan opvulling toe”.

¹⁶³¹ Oorspronkelijk voorstel, 9 : “Wanneer de lidstaten het begrip ‘aanbidding van effecten aan het publiek’ op uiteenlopende wijze interpreteren, kan dit er in bepaalde gevallen toe leiden dat effecten worden verkocht zonder dat terzake voorschriften voor de informatievoorziening gelden (dergelijke gedragingen kunnen negatieve gevolgen hebben voor de gehele Europese kapitaalmarkt)”. Cf. tevens Gewijzigd voorstel, 14.

de Engelse omzettingswerkzaamheden werd benadrukt : “[u]nder the existing prospectus regime, there are differing definitions across the EU as to what constitutes a ‘public offer’. This situation was viewed as discouraging firms from raising capital on an EU-wide basis as a transaction might be considered as a public offer in one Member State (and therefore requiring a prospectus) but as a private placement in another Member State. In order to encourage common interpretations across the EU, the Directive introduces for the first time, a pan-European definition of an offer of securities to the public”¹⁶³². Het is interessant op te merken dat de Commissie verwees naar het Lamfalussy rapport als verantwoording van de noodzaak van een ééngemaakte definitie¹⁶³³.

2.2.2. Evolutie van een intentioneel naar een feitelijk criterium

391. VERGELIJKING TUSSEN DE DIVERSE TEKSTVERSIES. Toch was de zoektocht naar een dergelijke ééngemaakte definitie geen evidentie¹⁶³⁴. Bij de onderhandeling van de Prospectusrichtlijn heeft deze notie een significante evolutie doorgemaakt, zoals blijkt uit een vergelijking tussen enerzijds het Oorspronkelijk voorstel en anderzijds de definitieve tekst van de Prospectusrichtlijn, die in wezen een herneming is van het Gewijzigd voorstel¹⁶³⁵.

392. DE OPENBARE AANBIEDING ALS OBJECTIEF GEGEVEN. De begripsomschrijving in de definitieve tekst van de Prospectusrichtlijn verschilt wezenlijk van deze van het Oorspronkelijk voorstel. In menig opzicht was de definitie in het Oorspronkelijk voorstel restrictiever¹⁶³⁶, gezien onder meer het criterium de *intentie* was (nl. *beoogt* men via de communicatie al dan niet de aankoop van of inschrijving op effecten te stimuleren?)¹⁶³⁷. De definitieve tekst hanteert daarentegen het *feitelijke criterium* of er al dan niet een mededeling wordt gedaan die al dan niet voldoende informatie bevat om een belegger in staat te stellen een beslissing te nemen omtrent de aankoop van of inschrijving op effecten. Of een openbare aanbidding plaatsvindt, is bijgevolg een objectieve vraag geworden; immers, de wijze waarop het begrip “openbare aanbidding” in de definitieve tekst is geformuleerd, sluit maximaal alle subjectiviteit uit¹⁶³⁸. Zoals een auteur opmerkte: “[t]he final draft, contrary to earlier versions, does not refer to the

¹⁶³² HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 10, nr. 2.12. Zie tevens M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 720, nr. 16.25.

¹⁶³³ Oorspronkelijk voorstel, 9 : “Zoals in het verslag van het comité van wijzen echter wordt opgemerkt, is het van belang tot een gemeenschappelijke aanpak van deze materie te komen om een ongelijke bescherming van de beleggers te vermijden in een tijdperk waarin deze via elektronische communicatienetwerken overal in Europa (en elders) bereikbaar zijn”. Cf. tevens Gewijzigd voorstel, op 14. COMMITTEE OF WISE MEN, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), op 85 : “The EU passport for issuers is still not a reality. Firms wishing to raise capital in other jurisdictions are obliged to comply with different or additional requirements in order to gain the approval of local Regulatory Authorities. There is not even an agreed definition of a public offer of securities, with the result that the same operation is analyzed as a private placement in some Member States and not in others. The current system discourages firms from raising capital on a European basis and therefore from real access to a large, liquid and integrated financial market” (zie tevens op 12 en op 92).

¹⁶³⁴ Vgl. L.E. DE BEER en P. ZIJP, “De prospectusrichtlijn: de eerste tweeënhalve laag van Lamfalussy”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140, 152.

¹⁶³⁵ Op het woord “eventueel” na, dat is geschrapt in de definitieve tekst.

¹⁶³⁶ J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 10 : “La notion d’offre était définie de manière plus restrictive et plus précise dans une version antérieure de la directive, en se référant de manière explicite à un objectif de vente ou de souscription des valeurs mobilières concernées”.

¹⁶³⁷ Zie M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. prat. soc.*, 2004, 105, 114.

¹⁶³⁸ Zie S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2007 (807 p.), 409: “It is sufficient that a measure is in fact suited to this purpose and it is unnecessary to establish if there really was an intention to sell”.

objectives of the offeror. The only criterion is the content of the information transmitted”¹⁶³⁹. Deze evolutie van een intentioneel naar een feitelijk criterium doet anderzijds niets af van het bijzonder ruime en vage karakter van deze definitie¹⁶⁴⁰. Dat was immers uitdrukkelijk gewenst om beleidspragmatische redenen, aangezien dergelijk ruim en vaag begrip als het ware alle verschillende definities die voorheen in de lidstaten golden, kon omvatten¹⁶⁴¹. De definitie verzinnebeeldt in zekere zin de “osmose” – in de woorden van BRUYNEEL in 1994 – tussen de verschillende voorheen bestaande nationale concepten¹⁶⁴².

2.2.3. Bestanddelen van de Europeesrechtelijke definitie

393. BESTANDELEN VAN DE EUROPEESRECHTELIJKE DEFINITIE. De Europeesrechtelijke definitie “openbare aanbieding” kan opgesplitst worden in de volgende hoofdbestanddelen: er moet sprake zijn van een mededeling die bovendien moet zijn gericht aan personen; deze mededeling moet bovendien voldoende informatie omvatten over enerzijds de voorwaarden van de aanbieding en anderzijds de voorwaarden van de aangeboden beleggingsinstrumenten om een belegger in staat te stellen om tot de aankoop van of de inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten; en deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs. Men kan stellen dat de definitie uiteenvalt in vier componenten : (i) een objectieve pool (de mededeling), (ii) een expansionistische pool (de uitbreiding naar intermediairs), (iii) een inhoudelijke pool (voldoende informatie), en (iv) een territoriale pool (die impliciet besloten is in de definitie). Elk van deze polen wordt hieronder onderzocht.

¹⁶³⁹ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 349.

¹⁶⁴⁰ Cf. EUROPESE COMMISSIE, Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record, 26 januari 2005, MARKT/G3/WG, 2005, 2-3 : “The definition is intended to be broad”. Zie tevens HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 21-22, nrs. 4.8 en 4.9: “[i]n this context, the definition within the Directive of what constitutes an offer to the public is extremely broadly defined. [...] The significance of this definition is reinforced by another provision within the Directive which addresses the ‘resale’ of securities. The Directive states that any subsequent resale of securities, which were previously the subject of one or more of the exemptions, should be regarded as a separate offer by reference to the original definition”. Zie tevens: L.E. DE BEER en P. ZIJP, “De prospectusrichtlijn: de eerste tweeënhalve laag van Lamfalussy”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140, op 142 die verwijzen naar de “voor meerdere uitleg vatbare definitie”; A. NEDERVEEN, “De prospectusrichtlijn en de gevolgen hiervan voor Hoofdstuk II Wet toezicht effectenverkeer 1995”, *Ondernemingsrecht*, 2004, nr. 7, 257. B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l’appel public à l’épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652 : “Si la formulation retenue a l’avantage d’englober tous les moyens, actuels ou futurs, de communication, elle apparaît large et vague au point de ne devenir opératoire que par la prise en compte des exceptions à l’obligation de publier un prospectus (art. 3) – c’est-à-dire du placement privé”; K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, op 44 ; A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 78.

¹⁶⁴¹ Zie J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 9 : “Confronté aux pratiques très diverses des États membres en matière d’appel à l’épargne, le législateur européen a défini délibérément le concept d’offre de manière très large, afin de rencontrer toutes les hypothèses en cette matière au sein des États membres”. Cf. verder HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 22, nr. 4.10: “[d]uring EU Level 1 discussions it proved challenging to obtain a satisfactory pan-European definition. As a result, the final text of the Directive was very broad in order to accommodate different models of public offer across the EU”. Zie tevens J. DALHUIZEN, “Financial Services, Products, Risks and Regulation”, *European Business Law Review*, 2007, 819, 1077; M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 720, nr. 16.25.

¹⁶⁴² A. BRUYNEEL, “Observations sur la réforme (1988-1993) du droit bancaire et financier belge”, in: X., *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.), 29-82, op 37 : “[D]ans le processus d’élaboration du droit communautaire les États membres et leurs autorités financières, appuyant la Commission européenne, ou relayés par elle, jouent souvent un rôle déterminant, créant une sorte d’aller-retour, voire une osmose, entre les conceptions nationales, les textes communautaires et l’adaptation des droits nationaux à ces textes. Constatation positive, car cette osmose est un gage d’efficacité” (eigen cursivering).

(1) De “mededeling” als objectieve pool van het openbare aanbiedingsbegrip

394. “MEDEDELING AAN PERSONEN”. De eerste vereiste om te kunnen spreken van een openbare aanbieding is dat een “mededeling” aan “personen” gericht wordt.

395. WAT IS EEN “MEDEDELING”? Dit betekent vooreerst dat er een *communicatie* moet zijn. Een communicatie impliceert dat “informatie [...] bekend wordt gemaakt”¹⁶⁴³ oftewel een “uitwisseling van informatie”¹⁶⁴⁴, dit wil zeggen een relatie waarbij één persoon een informatie uitwisselt met een andere persoon. Door PIETRANCOSTA werd hieruit een – zij het zeer beperkt – intentioneel element afgeleid¹⁶⁴⁵. We zijn het hiermee niettemin oneens in die zin dat o.i. geen intentioneel element vereist is om een dergelijke communicatie te doen. Een uitwisseling van informatie, ongeacht of het de bedoeling was om deze communicatie te laten plaatsvinden, volstaat om als “mededeling” gekwalificeerd te worden voor de doeleinden van de Prospectusrichtlijn¹⁶⁴⁶.

396. GEEN VORMVEREISTEN. Belangrijk is dat de Prospectusrichtlijn geen vormvereisten voorziet ten aanzien van de mededeling¹⁶⁴⁷. Het blijkt uitdrukkelijk uit de tekst van de Prospectusrichtlijn dat de vorm die de mededeling aanneemt, alsook het middel waarmee deze mededeling tot het publiek gericht wordt, niet relevant zijn, aangezien elke “in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling [...]” gevisieerd is¹⁶⁴⁸. Om deze reden zijn ook alle soorten mededelingen potentieel gevat door de definitie. Het maakt niet uit of deze mondeling of schriftelijk of zelfs visueel gebeuren¹⁶⁴⁹. Het objectieve feit om mondeling effecten aan te bieden – bijvoorbeeld tijdens *road shows*¹⁶⁵⁰, tijdens een algemene vergadering van aandeelhouders of in een interview¹⁶⁵¹, via brochures, via de radio, via brieven, via posters, via kranten, via een prospectus – volstaat om een aanbieding te vormen in de zin van de Prospectusrichtlijn, indien – uiteraard – ook de andere, hieronder beschreven voorwaarden zijn vervuld¹⁶⁵². Ook is de timing van de communicatie niet relevant¹⁶⁵³.

¹⁶⁴³ VAN DALE, Groot Woordenboek Nederlandse Taal, 2005, 14e druk : begripsomschrijving van “mededeling”.

¹⁶⁴⁴ Idem : begripsomschrijving van “communicatie”.

¹⁶⁴⁵ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 349: “[...] a term [...] which assumes an intention to transmit a message, to establish a relationship with someone”.

¹⁶⁴⁶ De auteur gaat overigens in dezelfde richting door de definitie van de “openbare aanbieding” te bestempelen als een “catch-all provision”: “the Directive aims to provide an extensive formulation, which naturally gave rise to long discussions within the different European forums. Evidently, the supporters for an open approach outflanked those who wished for greater definitional precision. Article 2(1)(d) is in fact a type of catch-all provision” (A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 348).

¹⁶⁴⁷ S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Intersentia, Antwerpen-Oxford, 2007 (807 p.), 409: “The particular means of publication is irrelevant”.

¹⁶⁴⁸ Art. 2.1.d Prospectusrichtlijn. K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in: X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, 46: “Er wordt met opzet geen precisering gegeven aan de term mededeling en dit om tegemoet te komen aan alle mogelijke bestaande en toekomstige communicatiemiddelen”.

¹⁶⁴⁹ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 348: “[...] one must take into account all forms of communication – written, oral or visual – regardless of the media [...]. *Ubi lex non distinguit non distinguere debemus*”.

¹⁶⁵⁰ J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.), 75.

¹⁶⁵¹ Cf. M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 12: “La forme – écrite ou orale – et le moyen – par exemple publicitaire – de cette communication sont sans importance. Le simple fait d’annoncer verbalement une offre de titres – par exemple lors de road shows, au cours d’une assemblée générale ou dans une interview – est susceptible de constituer une offre de titres au sens de la directive si les autres éléments de cette définition sont réunis en l’espèce”.

¹⁶⁵² D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 461; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 44: “Ook

397. WIE DOET DE “MEDEDELING”? Het is verder niet relevant wie de mededeling doet. De Prospectusrichtlijn definieert “aanbieder” *circulaire*, namelijk “een juridische entiteit of natuurlijke persoon die effecten aan het publiek aanbiedt”¹⁶⁵⁴. Er wordt niet verduidelijkt dat deze aanbieder op enige wijze (juridisch) “bevoegd” of (feitelijk) “in staat” moet zijn om een mededeling te doen. Integendeel, uit artikel 3.2 Prospectusrichtlijn – en meer bepaald de bepalingen inzake “doorverkoop” – kan worden afgeleid dat de identiteit en hoedanigheid van degene die de mededeling doet, inderdaad irrelevant is¹⁶⁵⁵. Voorts wordt in art. 3.1 Prospectusrichtlijn nog bepaald dat de definitie ook van toepassing is op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs; deze uitbreiding wordt in (2) hieronder besproken.

398. AAN WIE WORDT DE MEDEDELING GEDAAN? De notie “personen” is niet verder bepaald¹⁶⁵⁶, hetgeen de vraag doet rijzen welke personen door dit begrip worden gevat. De definitie van art. 3.1 Prospectusrichtlijn maakt geen onderscheid tussen natuurlijke personen of rechtspersonen. Uit een samenlezing daarvan met art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn – dat verwijst naar “natuurlijke of rechtspersonen” – blijkt dat het begrip “personen” zowel natuurlijke personen als rechtspersonen omvat¹⁶⁵⁷. Verder maakt het niet uit of de personen “professionele beleggers” of “niet-professionele beleggers” zijn¹⁶⁵⁸. Ook de motieven, achtergrond, identiteit, hoedanigheid, belangstelling of kundigheid van de adressant of de bestemmingen zijn niet relevant¹⁶⁵⁹.

399. EÉN-OP-ÉÉN RELATIES. In dat opzicht rijst de vraag of er een minimum aantal personen bestaat waaraan de communicatie moet worden gericht om als een “aanbieding aan het publiek” te worden beschouwd. Hoewel de tekst van de Prospectusrichtlijn spreekt van “personen” in het meervoud, komt het ons voor dat ook “één-op-één relaties”¹⁶⁶⁰ of “one-on-ones”¹⁶⁶¹ omvat zijn; dit zijn immers ook

voor het aanbieden van effecten in de zin van de Wft, is de vorm waarin het aanbod wordt gedaan niet relevant en zal in schriftelijke of elektronische mededelingen het van de redactie afhangen of bijvoorbeeld een reclame-uiting, e-mail of researchrapport (tevens) heeft [t]e gelden als een aanbod”.

¹⁶⁵³ M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 1 6 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 12.

¹⁶⁵⁴ Art. 2.1.i. Prospectusrichtlijn.

¹⁶⁵⁵ Zo vb. A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339. 348: “[...] no restriction is given with respect to the offeror”.

¹⁶⁵⁶ J. WILLEUMIER, “When to Publish a Prospectus? Scope of the Prospectus Directive: Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 42; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 178.

¹⁶⁵⁷ Art. 3.2.b Prospectusrichtlijn.

¹⁶⁵⁸ Vgl. CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 4: “La notion de ‘personnes’ [...] est également à comprendre au sens large, ne faisant a priori aucune différence entre des ‘investisseurs institutionnels’ et des clients non professionnels. Ainsi, ni la nature (sauf l’exemption subséquente, en ce qui concerne l’obligation de publier un prospectus [...]), ni le nombre (sauf l’exemption subséquente, en ce qui concerne l’obligation de publier un prospectus [...]) des personnes visées ne permet d’écarter l’application de la définition d’offre au public”.

¹⁶⁵⁹ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 178; J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1617 (“[...] of hij een terzake kundige belegger is of niet, doet voor de definitie niet terzake). Zie evenwel CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 4, waarin – o.i. incorrect – geïmpliceerd wordt dat de uitgevende instelling de intentie moet hebben een aanbieding te doen (“l’intention doit exister, dans le chef de l’offreur, de faire une offre”).

¹⁶⁶⁰ D.w.z. mededelingen die gericht zijn aan slechts één persoon. Zie omtrent dit begrip tevens de bespreking hieronder in 2.3.3.

“mededelingen aan personen”, zij het dan aan één persoon¹⁶⁶². Het maakt derhalve niet uit of de mededeling gericht wordt aan een onbepaalde groep personen, een groot aantal personen of een beperkt aantal personen¹⁶⁶³. Deze vraag is niettemin grotendeels irrelevant, gezien de minder-dan-100-personevrijstelling¹⁶⁶⁴. Wat meer relevant is, is dat – ongeacht de vrijstelling – het in wezen niet uitmaakt aan hoeveel personen – 1, 99, 1.000, 1 miljoen of onbepaald – communicaties moeten gericht zijn opdat ze een openbare aanbieding zouden kunnen uitmaken. Zo bijvoorbeeld zullen de documenten in het kader van een openbaar bod, die gericht worden aan een beperkte groep aandeelhouders, in elk geval als een communicatie in deze zin kunnen gelden¹⁶⁶⁵.

400. BESTAANDE AANDEELHOUDERS. In mei 2008 publiceerde CESR in de *Frequently Asked Questions* een positie met betrekking tot het aanbieden van “rechten” aan bestaande aandeelhouders. Volgens de meerderheidsopvatting binnen CESR moet dergelijke aanbieding worden beschouwd als een “aanbiedingen aan het publiek”¹⁶⁶⁶. Echter, een aantal toezichthoudende overheden – met name

¹⁶⁶¹ J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.), 75.

¹⁶⁶² Zo o.m. de omzetting in het Verenigd Koninkrijk (art. 102B van de Prospectus Regulations 2005) die bepaalt dat: “to the extent that an offer of transferable securities is made to a person in the United Kingdom it is an offer of transferable securities to the public in the United Kingdom”). *Contra* M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. prat. soc.* 2004, 105, 114. Vgl. tevens het RALSTON PURINA arrest van de US Supreme Court (346 U.S. 119 (1953)), waarin gesteld werd dat, met betrekking tot de definitie van “public offering” : “[n]o particular numbers are prescribed. Anything from two to infinity may serve: perhaps even one, if he is intended to be the first of a series of subscribers, but makes further proceedings needless by himself subscribing the whole”. Zie daaromtrent o.m. D. GÜNTHER, “The Limited Public Offer in German And U.S. Securities Law: A Comparative Analysis of Prospectus Act Section 2(2) and Rule 505 of Regulation D”, 20 *Mich. J. Int’l L.*, 1999, 871, op 907; J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1617 (“Een aanbod dat is gericht tot één persoon is geen aanbieding in de zin van art. 5:1 [Wft]”).

¹⁶⁶³ K. HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz*, 1991, 66; F. SCHÄFER, “Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufprospekt”, *ZIP* 1991, 1557, 1560. Vgl. tevens CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 4 : “Les ‘moyens’ utilisés pour faire une offre sont à comprendre au sens large, n’excluant a priori aucune forme de communication et aucun média. Ainsi, non seulement les offres faites par des moyens ouvertement publics, tels que des annonces dans des journaux luxembourgeois ou diffusés au Luxembourg, ou tous autres médias diffusés au Luxembourg, ou par des envois (‘mailings’) à un nombre important et indistinct de destinataires, ou par la mise à disposition de brochures dans un endroit accessible au public peuvent être constitutives d’une offre au public [...], mais également les offres faites par des moyens auparavant considérés comme ‘privés’, comme des envois adressés aux seuls clients d’un établissement de crédit ou d’une entreprise d’investissement ou la distribution d’une brochure à un cercle restreint d’investisseurs potentiels, même en observant des précautions concernant le mode de distribution de la documentation, sont en principe à qualifier comme une ‘communication sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit’ [...]”. Zie verder S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, *European Company Law – Organization, Finance and Capital Markets*, Intersentia, Antwerpen-Oxford, 2007 (807 p.), 409: “[...] the concept has to be conceived broadly: an invitation ad offerendum also has to be considered as an offer within the meaning of the Directive”.

¹⁶⁶⁴ Zie verder *Hoofdstuk 3*. Zie tevens J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 178.

¹⁶⁶⁵ Die op haar beurt desgevallend kan vrijgesteld zijn van de prospectusplicht in de mate dat voldaan is aan één van de vrijstellingen. Zie J. VON LACKUM, O. MEYER en J.-A. WITT, “The Offering of Shares in a Cross-Border Takeover”, *European Company and Financial Law Review*, 2008, vol. 5, nr. 1, 101, 103: “While the takeover documentation qualifies without doubt as an ‘offer’ [in the sense of Art. 2 No. 1 lit. d Prospectus Directive], it is questionable whether this offer is meant to the public as it is addressed to a limited number of persons, i.e. the target’s shareholders only [...] However, Article 4 No. 1 lit. B Prospectus Directive implies that despite the limited number of addressees such offer qualifies as an offer to the public : The provision exempts securities offered in a takeover offer from the prospectus requirement only if the content of the offer document is equivalent to a securities prospectus. Such exemption would not be necessary if the Prospectus Directive such offer of securities in a takeover offer already as being non-public”.

¹⁶⁶⁶ CESR stelt met name dat : “[t]he offer of Rights to existing shareholders should be considered as an offer of the underlying shares as the rights can almost immediately be exercised. It can not be considered as a free offer. The offer starts with the communication to the shareholder and the allotment of the right and ends when the period for subscribing the shares is over. Therefore a prospectus should be published at least at the beginning of the offer and should be updated through a supplement if necessary until the date that the trading of the new shares on a

deze van Duitsland, Oostenrijk en Polen – hebben aangegeven met deze positie niet akkoord te zijn. Zo wordt onder meer gesteld dat : “[t]he competent authorities of Germany and Austria consider an offer of shares exclusively to existing shareholders not a public offer within the scope of the [Prospectus Directive] unless the subscription rights for these shares are going to be offered (also) to other persons than the existing shareholders” (eigen cursivering)¹⁶⁶⁷. Dit leidt tot het – bekritiseerbare (zie verder hieronder) – resultaat dat het aanbieden van rechten aan bestaande aandeelhouders in de ene lidstaat wel, en in de andere lidstaat niet, een openbare aanbieding uitmaakt.

401. VOORLOPIGE CONCLUSIE – DE MEDEDELING ALS OBJECTIEVE POOL. Het eerste bestanddeel van de definitie van de “aanbieding aan het publiek” kan o.i. samengevat worden als de objectieve pool van het aanbiedingsbegrip. Het begrip “mededeling” sluit maximaal alle subjectiviteit uit, wat verder bevestigd wordt door drie irrelevanties, namelijk : de irrelevantie van de vorm waarin de mededeling gebeurt, de irrelevantie van de identiteit en de hoedanigheid van degene die de mededeling doet, alsook – in bepaalde mate – de irrelevantie van de identiteit en de hoedanigheid van degene aan wie de mededeling gedaan wordt.

(2) ***De “plaatsing” door “financiële intermediairs” als expansionistische pool van het openbare aanbiedingsbegrip***

402. PLAATSING DOOR FINANCIËLE INTERMEDIARIS. Art. 2.1.d van de Prospectusrichtlijn verklaart uitdrukkelijk dat de definitie van aanbieding aan het publiek ook van toepassing is op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs¹⁶⁶⁸. Dit betekent concreet dat elke mededeling die de uitgevende instelling doet aan een “financiële intermediair” die de effecten “plaatst” (meer over deze noties in volgende randnummers) gekwalificeerd zal worden als een aanbieding aan het publiek indien aan de voorwaarden van die definitie is voldaan¹⁶⁶⁹.

403. CONSEQUENTIES VAN DEZE UITBREIDING. Er is – o.i. terecht – geargumenteed dat elke plaatsing via financiële intermediairs een afzonderlijke aanbieding is¹⁶⁷⁰. Of anders gezegd : de

regulated market begins” (CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 39).

¹⁶⁶⁷ Idem, op 39 : “The competent authority of Germany agrees with CESR that rights issues to existing shareholders that involve trading of rights between existing shareholders and persons other than existing shareholders, i.e. where the trading is not restricted to existing shareholders, qualify as public offers of the underlying shares. This is due to the fact, that in this case the general public is able to acquire rights and become shareholders. However, the competent authority of Germany considers a rights issue exclusively to existing shareholders not a public offer within the scope of the [Prospectus Directive], if persons other than existing shareholders are excluded from trading of the rights. Existing shareholders do not represent the public but a definable group of persons who are already well informed about the issuer. As shareholders these persons decide on whether or not the rights issue will be made in the first place. Further, existing shareholders are entitled to specific information rights under national law and the applicable articles of association. Hence it is assumed that compared to the general public existing shareholders have a reduced need of information. The competent authority of Germany therefore concludes that as long as exclusively existing shareholders are allotted rights and no outside person can acquire rights to shares the offer is not addressed to the general public. Consequently such offer does not meet the criteria of a public offer in the meaning of Article 2.1 (d) [Prospectus Directive]. This understanding does not release the issuer from the obligation to publish a prospectus where there is a subsequent admission to trading on a regulated market of the shares”.

¹⁶⁶⁸ Art. 2.1.d Prospectusrichtlijn.

¹⁶⁶⁹ L. FERGUSSON, “Equities”, in: S. GLEESON, *A Practitioner’s Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, Surrey, City and Financial Publishing, 2006 (2e ed.) (399 p.), 209, 216-217: “This definition will potentially apply to every on-sale of shares other than through secondary market trading systems [...] and specifically extends to the placing of shares through intermediaries”.

¹⁶⁷⁰ H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 376-377 : “In the legal concepts of the [Prospectus Directive], and the implementing legislation, the cascade commencing with the original sale of the securities by the issuer to the first distributors and ending with their ‘final placement’ [...] with retail investors does not constitute a single offer. It follows from Article 3 (2) 2nd sentence that the [Prospectus Directive], and likewise the conforming WpPG, views

aanbieding van de uitgevende instelling aan een financiële intermediair, en vervolgens de plaatsing van deze laatste bij aan andere financiële instelling, en ten slotte de definitieve plaatsing door een financiële instelling bij de uiteindelijke investeerders, zijn elk afzonderlijk te beschouwen als “aanbiedingen” die desgevallend zijn te kwalificeren als een “openbare aanbieding”¹⁶⁷¹. Belangrijk in dit opzicht is evenwel te noteren dat indien een financiële intermediair – desgevallend in weerwil van contractuele bepalingen tussen deze intermediair, de uitgevende instelling en/of de *underwriter* – voorafgaand aan de definitieve plaatsing¹⁶⁷² van de effecten, of bij de definitieve plaatsing ervan, via een communicatie een (niet-vrijgestelde) openbare aanbieding veroorzaakt terwijl geen prospectus is gepubliceerd – bijvoorbeeld indien werd geopteerd voor een “private plaatsing” – zulks in eerste instantie een probleem vormt voor de uitgevende instelling zelf: zij zal immers geacht worden, zonder het te wensen – en eventueel zelfs zonder het te weten – een openbare aanbieding gedaan te hebben¹⁶⁷³.

404. WAT IS EEN “PLAATSING” DOOR “FINANCIËLE INTERMEDIARIS”? Noch het begrip “plaatsing”, noch het begrip “financiële intermediair” wordt in de Prospectusrichtlijn gedefinieerd. Men zou kunnen argumenteren dat men voor het begrip “plaatsing” aansluiting kan vinden bij twee beleggingsdiensten onder MiFID, namelijk: “het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie”¹⁶⁷⁴ en “het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie”¹⁶⁷⁵. Er is evenwel geen aanwijzing dat de Europese wetgever de notie “plaatsing” van de Prospectusrichtlijn wou afstemmen op deze twee beleggingsdiensten van de MiFID (of vice versa)¹⁶⁷⁶. We menen daarom dat een beperkende lezing van de plaatsingsnotie op grond van de MiFID

each sale and resale as a separate offer, and that it is to be determined by reference to the definition of ‘public offer’ whether or not the relevant resale is an offer to the public” (eigen cursivering).

¹⁶⁷¹ Dezelfde auteurs stellen dat de “eerste” aanbieding – namelijk deze die rechtstreeks van de uitgevende instelling uitgaat – in hun opinie beperkt is tot de aanbieding waarvoor de prijsbepaling van het *underwriting agreement* geldt. Zie H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 377, voetnoot 25: “It seems to us that an offer (if any) on the primary level continues only for so long as the pricing regime agreed in the underwriting arrangements applies, i.e. the original subscription price and the fixed re-offer price. Any further sale where the price is determined by reference to the then existing market price may constitute a separate offer which is not attributable to the issuer or the underwriting syndicate”. O.i. hoeft dit evenwel niet noodzakelijk het geval te zijn; we verwijzen wat dat betreft naar de discussie verder hieronder omtrent de verschillende (al dan niet verbintenisrechtelijke) invulling van het begrip “aanbieding” in de diverse lidstaten.

¹⁶⁷² Omtrent deze notie, en het belang ervan, zie de volgende randnummers.

¹⁶⁷³ Zo, in de context van de “definitieve plaatsing” in art. 3.2 Prospectusrichtlijn vb. EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 14-15 (zie tevens verder hieronder). Vgl. A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229, op 229-230: “De Prospectus Richtlijn lijkt onderscheid te maken tussen het geval dat effecten uitsluitend worden geplaatst bij financiële intermediairs als een bijzondere soort van gekwalificeerde beleggers in de zin van art. 3 lid 2 onder a Prospectus Richtlijn en het geval dat effecten worden geplaatst bij gekwalificeerde beleggers niet zijnde financiële intermediairs. In het eerste geval zal indien een financieel intermediair de effecten doorverkoopt aan beleggers zonder dat een beroep kan worden gedaan op een van de in art. 3 lid 2 Prospectus Richtlijn genoemde uitzonderingen de uitgevende instelling geacht kunnen worden art. 3 lid 1 Prospectus Richtlijn, het kernartikel dat de prospectusplicht oplegt, te hebben overtreden. In het tweede geval zal de gekwalificeerde belegger niet zijnde een financieel intermediair het verbod van art. 3 lid 1 Prospectus Richtlijn hebben overtreden zonder dat deze overtreding terugslaat op de uitgevende instelling die de effecten in eerste instantie heeft uitgegeven” (eigen cursivering).

¹⁶⁷⁴ Bijlage I, Deel A, Beleggingsdienst nr. 6 MiFID.

¹⁶⁷⁵ Bijlage I, Deel A, Beleggingsdienst nr. 7 MiFID.

¹⁶⁷⁶ Aangezien in verscheidene artikelen van de Prospectusrichtlijn verwezen wordt naar de MiFID – verwijzingen in de Prospectusrichtlijn naar de Richtlijn Beleggingsdiensten moeten immers gelezen worden als verwijzingen naar de MiFID (zie art. 69 MiFID) – zou men kunnen aannemen dat de Europese wetgever beide noties inderdaad nooit bedoeld heeft identiek te zijn. Niettemin kan de afbakening van de MiFID een indicatie geven van wat onder “plaatsing” verstaan kan worden. Meer in het bijzonder zou men kunnen stellen dat de “plaatsing” zoals gehanteerd in de Prospectusrichtlijn niet noodzakelijk vereist dat er een plaatsingsgarantie wordt gegeven. Dit geeft enigszins een basis om verder te argumenteren dat de “plaatsing” zowel de best efforts underwriting, de stand by underwriting, als de firm commitment underwriting kan omvatten. Zie voor dat laatste standpunt, impliciet, A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift*

– namelijk dat de tussenpersoon een dergelijke beleggingsdienst moet verstrekken – niet passend is. Daarnaast werd in de Nederlandse doctrine gesteld dat met de “plaatsing” niet alleen de typische wijzen van *underwriting*¹⁶⁷⁷ – namelijk de *best efforts underwriting*¹⁶⁷⁸, de *stand by underwriting* (of *strict underwriting*)¹⁶⁷⁹ en de *firm commitment underwriting*¹⁶⁸⁰ – worden geïllustreerd, maar ook de situatie waarbij financiële instellingen door de *underwriter* in de arm genomen worden om de effecten verder te distribueren, en zelfs mogelijkerwijze de situatie waarbij financiële instellingen (zoals vermogensbeheerders) weliswaar niet door de *underwriter* in de arm zijn genomen, maar die toch effecten in een aanbieding ten behoeve van hun cliënten kopen¹⁶⁸¹. Volgens deze doctrine zullen met

voor *Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229, op 230.

¹⁶⁷⁷ *Underwriting* is geen gedefinieerde term. PHILIP WOOD geeft de volgende omschrijving : “Typically an issuer of new securities mandates an investment bank or group of banks to arrange the issue of new securities [...]. There are usually several arrangers or managers but normally one is the lead manager dealing with the documentation while the others – the co-managers – assist with procuring subscribers from their clients. These arrangers are variously called managers, underwriters or arrangers”. Zie Ph. WOOD, *Regulation of International Finance*, Londen, Sweet & Maxwell, 2007 (761 p.), 443. Men kan daarom stellen dat : “[o]p de kapitaalmarkt is de *underwriter* vaak een onmisbare schakel tussen vraag en aanbod; tussen uitgevende instelling en beleggers” (zie M. MOUTHAAAN, “Waar werkt de *underwriter*?”, *Vennootschap & Onderneming*, 2007, nr. 7-8, 130). In een Belgischrechtelijke context biedt het recente Koninklijk Besluit van 17 mei 2007 enkele interessante definities. In art. 1, 3° wordt de “*lead manager*” gedefinieerd als “de tussenpersoon die is aangesteld als hoofd van het plaatsingssyndicaat”. Het “plaatsingssyndicaat” is vervolgens gedefinieerd als “de groep van tussenpersonen die belast is met de plaatsing van een openbare aanbieding en/of de vaste overname van de aangeboden instrumenten” (art. 1, 18° K.B. 17 mei 2007). Noch de tekst van dat K.B., noch het Verslag aan de Koning, geven uitsluitend over de vraag of de termen “plaatsing” of “vaste overname” aansluiten bij het Koninklijk besluit van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten, dat de MiFID in België omzet. Ten slotte kan worden opgemerkt dat in het verenigd Koninkrijk de termen “*sponsor*” (in de context van de toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt) en “*nomad*” (in de context van de toelating tot de verhandeling op, typisch, de AIM; “*nomad*” is een acroniem van “*nominated adviser*”) gangbaar zijn. Zie L. FERGUSSON, “Equities”, in: S. GLEESON, *A Practitioner’s Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, City and Financial Publishing, Surrey, 2006 (2e ed.) (399 p.), 209, 223 e.v. (m.b.t. de “*sponsor*”) en 228 (m.b.t. de “*nomad*”). De verplichting tot aanstelling van een “*sponsor*” staat los van de richtlijnen (223) en komt voort uit de Listing Rules. De rol van de “*sponsor*” bestaat erin “to fulfill a regulatory function on behalf of the FSA, ensuring that issuers comply with their obligations under the Listing Rules, and giving comfort to the FSA that this is the case” (224). Een “*nomad*” verschilt onder meer van de “*sponsor*” door het feit dat haar relatie met de uitgevende instelling van een continue aard is : “a *nomad*’s appointment is a continuing relationship and it will be required to be available at all times to advise and guide the directors of an AIM company” (228).

¹⁶⁷⁸ NI. de situatie waarbij de *underwriters* als vertegenwoordigers van een uitgevende instelling zich inspannen om effecten bij het belegend publiek te plaatsen; dergelijk engagement heeft, afhankelijk van de specifieke bewoordingen van de *underwriting agreement*, naar Belgisch recht typisch het karakter van een inspanningsverbintenis.

¹⁶⁷⁹ NI. de situatie waarbij de *underwriters* als vertegenwoordigers van een uitgevende instelling trachten effecten te plaatsen bij het publiek, maar indien zij daar niet in slagen, zich – in bepaalde mate en onder de in het *underwriting agreement* bepaalde voorwaarden – verbonden hebben om de effecten over te nemen. S. LOMBARDO, “The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union”, *EBOR*, 2007, 8:4, 521, 527 : “[...] in Italy the most common [type of syndicate] is the strict underwriting syndicate”.

¹⁶⁸⁰ NI. de situatie waarbij de *underwriters* de effecten overnemen van een uitgevende instelling met oog op wederverkoop aan het belegend publiek (waarbij deze effecten desgevallend in de boeken van de uitgevende instelling terechtkomen); dergelijk engagement heeft naar Belgisch recht typisch het karakter van een resultaatsverbintenis. Zie o.m. S. LOMBARDO, “The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union”, *EBOR*, 2007, 8:4, 521, 527 : “[...] in the United States and German the most common type of syndicate is the firm commitment syndicate”.

¹⁶⁸¹ A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229, op 230 : “Niet ongebruikelijk in de internationale kapitaalmarkt is dat een uitgevende instelling bij een onderhandse plaatsing van aandelen van enige omvang *underwriters* in de arm neemt op grond van een ‘firm commitment underwriting’ arrangement of ‘standby underwriting’ arrangement om de effecten te distribueren. Deze *underwriters* plegen op hun beurt effecteninstellingen in te schakelen die voor een verdere distributie van de effecten zorgen. Deze effecteninstellingen kopen effecten tegen een bepaalde korting van de *underwriters* met het oog op doorverkoop. Aannemelijk is dat met het begrip ‘financiële intermediairs’ wordt bedoeld op *underwriters* alsmede op effecteninstellingen die door *underwriters* in de arm genomen worden om de effecten te distribueren. Echter, wellicht worden effecteninstellingen, zoals vermogensbeheerders, die niet door *underwriters* in de arm zijn genomen en die effecten in een aanbieding ten behoeve van hun cliënten kopen ook aangemerkt als financiële intermediairs”. Omtrent de *bookbuilding* methode in een Belgische praktijkcontext, zie Zie in dat verband tevens L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en*

andere woorden via de plaatsingsnotie alle personen die tussenkomen bij de distributie van de aangeboden effecten geïndiceerd worden. We menen dat dergelijke interpretatie aansluiting lijkt te vinden bij de Prospectusrichtlijn. Zo zal het luidens de tekst van de Prospectusrichtlijn niet uitmaken hoe een bepaalde handeling door een tussenpersoon juridisch gekwalificeerd wordt. Dat betekent dat in de context van een *bookbuilding*¹⁶⁸² de mededelingen die de uitgevende instelling doet aan de *underwriter*, en de mededelingen van deze laatste aan de leden van het syndicaat, alsook de mededelingen van de leden van het syndicaat aan andere financiële instellingen die de effecten mee zullen distribueren, elk een plaatsing vormen en aldus op grond van art. 2.1.d van de Prospectusrichtlijn gekwalificeerd worden als een “aanbieding aan het publiek” indien aan de andere voorwaarden van die definitie is voldaan¹⁶⁸³. Anderzijds moet de aangehaalde doctrine genuanceerd worden. Deze regel moet in verband gebracht worden met art. 3.2, *in fine* van de Prospectusrichtlijn. De gelijkstelling van een plaatsing via een financiële intermediair met een openbare aanbieding is namelijk begrensd tot het ogenblik dat de effecten “definitief geplaatst” zijn. In de volgende randnummers gaan we hierop in detail in.

405. “PLAATSING” VERSUS “DEFINITIEVE PLAATSING”. Art. 3.2, *in fine* van de Prospectusrichtlijn bepaalt immers dat “[d]e plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor de *definitieve plaatsing* aan geen enkele van de voorwaarden onder [art. 3.2.a tot en met art. 3.2.e Prospectusrichtlijn] is voldaan”¹⁶⁸⁴. Dit betekent dat indien de definitieve plaatsing prospectusplichtig is – bijvoorbeeld doordat geheel of gedeeltelijk een algemeen publiek van retail beleggers wordt geïndiceerd –, de tussenschakels daarvoor (en met name de plaatsing van de effecten via financiële intermediairs) zelf prospectusplichtig zijn. Daardoor wordt de vraag relevant of de diverse plaatsingen door tussenpersonen elk zelf kunnen genieten van de vrijstellingen van art. 3.2.a tot en met art. 3.2.e Prospectusrichtlijn, ook indien de definitieve plaatsing zelf niet vrijgesteld zal zijn. Indien dat laatste het geval is, zullen de plaatsingen door tussenpersonen meestal vrijgesteld kunnen worden van de prospectusverplichting, gezien de meeste financiële tussenpersonen de hoedanigheid zullen hebben van een “gekwalificeerde belegger”¹⁶⁸⁵. O.i. pleiten er een aantal argumenten voor het positief beantwoorden van deze vraag. Laten we ten eerste de logica van de Prospectusrichtlijn op een rijtje zetten. Art. 2.1.d Prospectusrichtlijn stelt uitdrukkelijk dat de definitie van de “aanbieding van effecten aan het publiek” ook van toepassing is op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs. Dit betekent dat elke plaatsing die een mededeling omvat met voldoende informatie om een belegger in staat te stellen een investeringsbeslissing te maken, een openbare aanbieding zal uitmaken, die ingevolge art. 3.1 Prospectusrichtlijn prospectusplichtig is. In art. 3.2.a tot en met art. 3.2.e Prospectusrichtlijn wordt vervolgens voorzien in vijf categorieën van

prospectus – De wet van 16 juni 2006, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 105 e.v.

¹⁶⁸² M. MOUTHAN, “Waar werkt de underwriter?”, *Vennootschap & Onderneming*, 2007, nr. 7-8, 130, op 133. : “Of er voldoende derden zijn die zich [jegens de underwriter] verbinden, blijkt door *book building*. [Een voorlopig] prospectus wordt verspreid onder beleggers in verschillende jurisdicties en aan hen gepresenteerd tijdens bijeenkomsten (*roadshows*) die door de underwriter worden georganiseerd. De *roadshows* vinden doorgaans plaats bij beleggers buiten Nederland. De beleggers laten vervolgens inschrijven hoeveel obligaties zij binnen een vooraf op advies van de underwriter vastgestelde prijsbandbreedte tegen welke prijs zullen afnemen. Die inschrijvingen vormen het ‘boek’ dat door de underwriter wordt bijgehouden (*book building*)”. Vgl. tevens met de definitie van “samenstelling van het orderboek” in art. 1, 4° van het Belgische Koninklijk Besluit van 17 mei 2007 : “de procedure waarbij, in het kader van een openbare aanbieding, de uiteindelijke prijs van het aangeboden financieel instrument wordt bepaald op basis van een prijsvork. Die uiteindelijke prijs wordt vastgesteld door, naargelang het geval, de uitgevende instelling, de aanbieder, de aanvragers van de toelating tot de verhandeling of de door hen aangestelde tussenpersonen, wanneer zij optreden in het kader van aanbiedingen tot verkoop van of tot inschrijving op financiële instrumenten, na raadpleging van de gekwalificeerde beleggers en rekening houdend met de marktvoorwaarden en eventuele andere factoren (‘*bookbuilding*’)”.

¹⁶⁸³ Wij zijn het bijgevolg oneens met een – o.i. te veralgemeende – stelling dat “[o]ver het prospectus dat voor de internationale institutionele aanbieding wordt gebruikt [...] de CBFA [...] [geen] bevoegdheid heeft [...]” (cf. L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 104) : deze stelling zal enkel juist zijn indien de plaatsing bij dergelijke institutionelen volledig voldoet aan art. 3.2 Prospectusrichtlijn, hetgeen – zoals de bespreking hierna aantoonde – niet steeds eenvoudig te structureren zal zijn.

¹⁶⁸⁴ Art. 3.2 Prospectusrichtlijn (dat in *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 2* in detail wordt besproken); eigen cursivering.

¹⁶⁸⁵ Zie hieromtrent de uitgebreide analyse in *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 2*.

prospectusvrijstellingen. In deze context zal art. 3.2.a Prospectusrichtlijn het meest relevant zijn. Hierin is bepaald dat de prospectusplicht niet geldt voor “een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten”. Bijgevolg zal het de vraag zijn of een plaatsing door een financiële tussenpersoon (die een gekwalificeerde belegger is) kan kwalificeren als een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding, *ook al is de definitieve plaatsing zelf niet vrijgesteld van de prospectusplicht*. O.i. moet deze vraag positief worden beantwoord¹⁶⁸⁶. Elke hieronder vallende plaatsing zal immers per definitie en op zichzelf als een openbare aanbieding gekwalificeerd worden (cf. art. 2.1.d Prospectusrichtlijn) en op elke afzonderlijke aanbieding kunnen de vrijstellingen toepasselijk zijn (cf. art. 3.2.a t.e.m. 3.2.e Prospectusrichtlijn). Een tweede argument tot steun van deze positie is terug te vinden in de doorverkoopregeling van art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Hierin wordt gesteld dat “[e]lke doorverkoop van effecten die voorheen het voorwerp waren van één of meer soorten aanbiedingen zoals bedoeld in dit lid, wordt evenwel als een afzonderlijke aanbieding aangemerkt en moet aan de definitie van [art. 2.1.d Prospectusrichtlijn], worden getoetst om uit te maken of het een aanbieding van effecten aan het publiek betreft”¹⁶⁸⁷. Hoewel de plaatsing van effecten via financiële intermediairs niet noodzakelijk dient te overeenkomen met een “doorverkoop” – er hoeft voor een plaatsing immers geen verkoop plaats te vinden – zou men hieruit kunnen afleiden dat de Europese regelgever voor ogen had dat elke stap waarbij effecten worden aangeboden afzonderlijk moet worden getoetst aan de vrijstellingsgronden van art. 3.2.a tot en met art. 3.2.e Prospectusrichtlijn : indien de afzonderlijke toetsing geldt voor elke koop-verkoop, lijkt hetzelfde te kunnen gelden voor elke plaatsing, zeker aangezien in een *retail cascade* de diverse plaatsingen vaak aanzien kunnen worden als een koop-verkoop¹⁶⁸⁸.

406. WAT IS EEN “DEFINITIEVE PLAATSING”? Het is echter moeilijk om in de praktijk en *ex ante* vast te stellen op welk ogenblik de plaatsing definitief is. Verschillende, vaak voorkomende situaties kunnen zich voordoen. Ten eerste kan de vraag gesteld worden vanaf welk precies ogenblik de effecten geacht kunnen worden definitief geplaatst te zijn bij de tussenpersoon zelf. Wanneer wordt bijvoorbeeld de plaatsing “definitief” in de hypothese dat de effecten voorlopig blijven aangehouden door een *underwriter* (bijvoorbeeld wegens geringe interesse van retail beleggers) als gevolg van een *standby underwriting agreement*?¹⁶⁸⁹ Of nog : wanneer wordt de plaatsing “definitief” indien een financiële instelling een tijdje de effecten in haar eigen boeken opneemt, en na enkele uren, dagen, weken, maanden of jaren, deze effecten overdraagt aan retail beleggers? Ten tweede kan men zich afvragen hoe *navolgende plaatsingen* of *herplaatsingen* moeten worden beoordeeld en meer in het algemeen wat het

¹⁶⁸⁶ In de Belgische praktijk blijkt dit meestal – impliciet – aangenomen voor waar. Zie vb. L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 104. In zekere zin lijkt ook art. 59 van de Belgische Prospectuswet te impliceren dat plaatsingen via gekwalificeerde beleggers als afzonderlijke “private” aanbiedingen gelden, door te bepalen dat “[d]e belangrijke informatie die, rechtstreeks of onrechtstreeks, is verstrekt door de uitgevende instelling of de aanbieder *en die is gericht tot de gekwalificeerde beleggers of tot speciale categorieën van beleggers*, inclusief de informatie die is verstrekt in het kader van bijeenkomsten over aanbiedingen van beleggingsinstrumenten en de informatie die is meegedeeld aan financiële analisten, wordt verstrekt *aan alle beleggers aan wie het aanbod is gericht*” (eigen cursivering). In de memorie van toelichting wordt bovendien gesteld dat dat “[d]eze regel geldt zelfs wanneer geen prospectus moet worden gepubliceerd” (M.v.T. Prospectuswet, op 72).

¹⁶⁸⁷ D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 391 : “This provision ensures that the thrust of the prospectus regime will not be undermined by free resales of exempt securities”.

¹⁶⁸⁸ Zie tevens H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 376-377 : “In the legal concepts of the [Prospectus Directive], and the implementing legislation, the cascade commencing with the original sale of the securities by the issuer to the first distributors and ending with their ‘final placement’ [Article 3 (2) 3rd sentence [Prospectus Directive]] with retail investors does not constitute a single offer. It follows from Article 3 (2) 2nd sentence that the [Prospectus Directive], and likewise the conforming WpPG, views each sale and resale as a separate offer, and that it is to be determined by reference to the definition of ‘public offer’ whether or not the relevant resale is an offer to the public”.

¹⁶⁸⁹ Vgl. A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229, 230-310.

effect is van verrichtingen op de secundaire markt¹⁶⁹⁰. Zo bijvoorbeeld zou men kunnen veronderstellen dat de effecten definitief geplaatst zijn op een prospectus-vrijgestelde wijze, terwijl achteraf buiten zijn willen of weten om toch nog een verrichting gebeurt waarvoor geen vrijstelling geldt. Zo kan gedacht worden aan een “navolgende plaatsing”. Dat is de situatie waarbij door een gekwalificeerde belegger wordt ingeschreven op effecten (gebruik makend van één van de aanbiedingsvrijstellingen) die daaropvolgend via een gereguleerde markt worden verkocht (zodat niet kan worden uitgemaakt of de kopers aldaar gekwalificeerde beleggers zijn)¹⁶⁹¹. Een soortgelijke hypothese doet zich voor bij “herplaatsingen”. Onder een herplaatsing wordt verstaan een verkoop door een (groot)aandeelhouder van bestaande reeds tot de verhandeling op een gereguleerde markt toegelaten aandelen¹⁶⁹². In de context van de Nederlandse consultatie werd door ALLEN & OVERY gesteld dat er onduidelijkheid bestond omtrent het feit of dergelijke herplaatsingen zijn vrijgesteld van de prospectusplicht¹⁶⁹³. Vragen van dergelijke aard hebben zich recentelijk geconcretiseerd in de problematiek van de *retail cascade*, waarop in volgende randnummers in detail wordt ingegaan¹⁶⁹⁴.

407. DE PROBLEMATIEK VAN DE “RETAIL CASCADE”. Vooreerst past een kort woord van uitleg. Een groot percentage van de schuldeffecten voor retail beleggers worden tegenwoordig verdeeld via een soort distributieketen met een opeenvolging van tussenpersonen, die elk opeenvolgende aanbiedingen doen¹⁶⁹⁵. CSES stelt in haar rapport van juni 2008 dat : “[t]he definition of a public offer in the Prospectus Directive leaves it open to interpretation at which stage of the process a [Prospectus Directive] compliant prospectus is required and whether prospectuses are required every time an offer to the public is made or whether a single prospectus can be valid for several offers at different stages of the retail cascade. It is also not clear in the Directive where legal liability for the prospectus resides and at what stage supplements and other regulatory obligations need to be complied with”. Dit resulteert, aldus CSES, in een verhoging van de kosten en het juridisch risico voor pan-Europese uitgevende

¹⁶⁹⁰ R. PRETORIUS en J. FERREIRA, “The Implementation of the New Prospectus Directive in the United Kingdom”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2005, 20(2), 56, 58 : “[f]urthermore, in the case of secondary market offers, responsibility for the prospectus is placed on the offeror of the securities rather than the issuer. An offeror in such cases may be unable to discharge its responsibilities without the co-operation of the issuer”. Zie tevens D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 391.

¹⁶⁹¹ D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 391 : “[i]n the U.S., this problem is taken care of by Rule 144, which provides that any privately placed securities acquired from the issuer or an affiliate become “restricted” securities generally for a period of two years, after which they can be resold freely in the secondary markets”.

¹⁶⁹² Idem. Het advocatenkantoor stelt daarover dat : “Dit kan wel indirect worden afgeleid uit de definitie van ‘aanbieden aan het publiek’ in het concept Bte dat eerder ter consultatie werd voorgelegd. Daaruit valt op te maken dat onder “aanbieden aan het publiek” niet valt het aanbieden van effecten die reeds tot de handel zijn toegelaten. Dat is enigszins gewrongen, omdat de handeling van het “aanbieden” op zichzelf hetzelfde is voor effecten die wel of niet zijn toegelaten tot de handel”.

¹⁶⁹³ ALLEN & OVERY (T. STEVENS EN S. TEERINK), Brief van 20 juni 2005 (5 p.), 2.

¹⁶⁹⁴ ICMA, *Retail Cascades*, 2 oktober 2007 (7 p.), op 1.

¹⁶⁹⁵ De *retail cascade* wordt in dat opzicht door ICMA als volgt wordt omschreven : “[i]t involves the issuer selling the securities to investment banks underwriting the issue who, in turn, sell them to retail distributors, thereby creating a distribution chain. Over a period of time ranging from several days to several months, which frequently extends beyond the issue date of the securities, the retail distributors then sell the securities to their clients at prices that may vary from sale to sale, reflecting market conditions at the time of sale” (ICMA, *Retail Cascades*, 2 oktober 2007 (7 p.), op 1). Cf. tevens EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 14-15: “A retail cascade typically occurs when debt securities are sold to retail investors through a group of intermediaries and not directly by the issuer itself. In some markets, almost all primary offerings of debt securities involve an initial sale of securities by the issuer to one or more large firms, followed by an on-sale by those firms. The sale by the intermediaries to investors generally takes place over a period of several weeks to months. During that period, the price at which the intermediaries offer the securities to their customers will fluctuate – typically many times a day – in line with secondary market prices. In such cases there are multiple offers by different offerors in accordance with different terms of business” (op 15).

instellingen¹⁶⁹⁶. Bijgevolg worden een aantal deelproblemen onderscheiden¹⁶⁹⁷. Ten eerste is het in de context van *retail cascades* niet duidelijk op welk precies ogenblik een prospectus moet worden gepubliceerd. Een tweede probleem is dat het niet duidelijk is of één prospectus geldig zal zijn voor meerdere aanbiedingen tijdens de verschillende fasen van de *retail cascade*. Ten derde bestaat onzekerheid met betrekking tot de prospectusaansprakelijkheid dienaangaande¹⁶⁹⁸. Ten vierde lijken de informatieverplichtingen die zouden gelden met toepassing van Bijlagen V.5 en XII.5 van de Prospectusverordening niet aangepast voor dergelijke *retail cascades* van schuldeffecten¹⁶⁹⁹. Ten slotte is ook niet duidelijk in welke fase eventuele aanvullingen bij het prospectus moeten worden gepubliceerd. Bij een lange “retail cascade” periode kan zelfs het risico bestaan dat het prospectus ook mee dient te worden aangevuld met de doorlopende informatie die met toepassing van de Transparantierichtlijn aan de markt gegeven wordt¹⁷⁰⁰.

408. OPLOSSING VAN DE ESME. Het ESME stelt in zijn evaluatie van de Prospectusrichtlijn, net zoals de CSES, dat het hier om een belangrijk probleem gaat en concludeert dat er aanzienlijke onzekerheden (considerable uncertainties) bestaan¹⁷⁰¹. In de opinie van de ESME zou de laatste zin van art. 3.2 Prospectusrichtlijn dienen te worden geschrapt¹⁷⁰². Zo wordt gesteld dat : “[i]t should be clarified that the further resale of the securities to retail investors through financial intermediaries following the initial issue does not qualify as a public offering of the initial issuer as it is almost beyond its control (“retail cascade”). This is the only possible interpretation of the exemptions that lives up to the expectations of the Prospectus Directive and is not misleading for issuers. *Therefore, the final*

¹⁶⁹⁶ CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 62 : “Evidence gained from interviews suggests that in the most important issuing countries, and for pan European issuers, the issue of retail cascade presents an increased cost burden and legal risks”. Cf. tevens ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS (BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN), *Review of the Prospectus Directive – Comments by the Zentraler Kreditausschuss*, mei 2008, op 7 : “This provision is interpreted and applied in some Member States in such a way that separate prospectuses are required at every stage of the resale of a security, regardless of whether a prospectus has already been issued or not. This means, among other things, that already approved prospectuses which are valid Community-wide under Article 17 and which have been notified accordingly under Article 18, cannot - by reference to Article 3 (2) sentence 2 [Prospectus Directive] - be used at the subsequent distribution stage and have to be supplemented considerably with regard to the information they contain. This approach by some Member States is not covered by Article 3 (2) sentence 2 [Prospectus Directive] and is also completely at odds with the idea of the European passport for securities prospectuses. Clarification is urgently required to the effect that an already approved prospectus or base prospectus for an offering or offering programme is valid, in the host Member States in which it has been notified accordingly, for public offerings at any subsequent resale stage and/or for admission to trading on a regulated market. Such clarification could be achieved by stipulating in Article 3 (2) [Prospectus Directive] that a prospectus in accordance with the PD only has to be drawn up for second offerings if such a prospectus has not yet been provided”.

¹⁶⁹⁷ Zie tevens L. BURN en B. WELLS, “The Pan-European Retail Market – Are We There Yet?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 268 e.v., alsook H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 370-371.

¹⁶⁹⁸ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 21, nr. 102 : “[market participants] state that it is unclear whether the issuer remains responsible for the prospectus throughout the cascade process and expressed doubts as to whether this could have been the intention of the PD given that there is no on-going obligation to update the prospectus”.

¹⁶⁹⁹ L. BURN en B. WELLS, “The Pan-European Retail Market – Are We There Yet?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 263.

¹⁷⁰⁰ Zie EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 15: “An extended period of responsibility to update a prospectus may mean that ongoing financial information published in accordance with the Transparency Directive must also be included in supplements to the prospectus, thus attracting prospectus-standard liability and withdrawal rights under Article 16 of the Prospectus Directive”.

¹⁷⁰¹ EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 15.

¹⁷⁰² Het gaat om de volgende zin : “De plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor de definitieve plaatsing aan geen enkele van de voorwaarden onder a) tot en met e) is voldaan”.

*sentence in Article 3(2) should be eliminated*¹⁷⁰³ (eigen cursivering).

409. KRITISCHE OPMERKINGEN BIJ DEZE OPLOSSING. Deze conclusie gaat o.i. te ver. Ten eerste wordt door de ESME nergens overtuigend aangetoond dat er een probleem zou zijn met de grondgedachte achter de “definitieve plaatsings”-regel. De regel van de definitieve plaatsing kan immers worden scherpgesteld, zonder dat de regel in zijn geheel dient te worden geschrapt. Daarnaast is de oplossing die door de ESME wordt aanbevolen ook conceptueel fout indien, blijkens haar rapport, enkel de schrapping van de tweede zin van art. 3.2 is geviseerd. Daardoor riskeert immers een inconsistentie ontstaan met de definitie van de “openbare aanbidding”, die in de tweede zin van art. 2.1.d eveneens naar de “plaatsing” verwijst¹⁷⁰⁴. Het ligt in de logica van de aanbeveling van de ESME om ook deze tweede zin van art. 2.1.d te schrappen; anders zou bij een samenlezing van art. 2.1.d en art. 3.1 elke plaatsing via financiële intermediairs in principe prospectusplichtig zijn (tenzij vrijgesteld), en dit ongeacht de definitieve plaatsing van de effecten. Indien anderzijds de ESME met de aanbeveling erop doelt dat geen enkele plaatsing via financiële intermediairs (al dan niet in een retail cascade) nog aanleiding zou mogen geven tot een (prospectusplichtige) openbare aanbidding, dan is er niet alleen de vaststelling dat de aanbeveling wellicht fout is, maar is er ook de vraag waarom de ESME dat niet met zoveel woorden heeft gezegd.

410. DUITSE OPLOSSING. Duitsland biedt een alternatieve oplossing aan, met behoud van de “definitieve plaatsings”-regel. Zo vereist de Duitse toezichthoudende overheid dat een prospectus dient te worden gepubliceerd op het ogenblik dat de effecten voor het eerst openbaar worden aangeboden zonder dat gebruik wordt gemaakt van de gehele vrijstellingen en dat dit prospectus geldig zal zijn voor de diverse daarnavolgende fasen van de *retail cascade*, waarbij de prospectusaansprakelijkheid in principe integraal bij de uitgevende instelling blijft¹⁷⁰⁵. In een recent artikel gaan SCHNEIDER EN HAAG in op de juridische basis daarvan. Deze Duitse positie valt terug te leiden tot Abschnitt 3, §1 WpPG, dat art. 3.1 Prospectusrichtlijn weliswaar herneemt, maar daaraan een uitzondering toevoegt die niet in de Prospectusrichtlijn voorkomt : “Für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten werden, muss der Anbieter einen Prospekt veröffentlichen. Dies gilt nicht, soweit ein Prospekt nach den Vorschriften dieses Gesetzes bereits veröffentlicht worden ist oder sofern sich aus Absatz 2 oder § 4 Abs. 1 etwas anderes ergibt” (de Duitse toevoeging is in cursief aangeduid). De prospectusplicht wegens openbare aanbidding geldt bijgevolg niet indien reeds een prospectus werd gepubliceerd op basis van de WpPG. In de Duitse doctrine is geargumenteed dat dergelijke toevoeging niet *a priori* incompatibel is met de Prospectusrichtlijn¹⁷⁰⁶. Enigszins vereenvoudigd, luidt de redenering als volgt : indien een admissieprospectus wordt gepubliceerd omwille van de toelating van effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, en deze publicatie plaatsvindt vóór de eerste aanbidding van de retail cascade, zal dat prospectus in de Duitse interpretatie bijgevolg eveneens gebruikt kunnen worden voor

¹⁷⁰³ EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 15.

¹⁷⁰⁴ Zie de randnummers hierboven.

¹⁷⁰⁵ Idem, 62-63 : “To date Member States have addressed the retail cascade issue in different ways. For instance, the German competent authority considers that a PD compliant Prospectus needs to be prepared the first time a public offer is made (i.e. the first time a product is sold that does not qualify for one of the exemptions within the PD) and that this prospectus is valid for all subsequent stages. The legal liability for the product sold at retail level would then lie with the issuer of the PD compliant prospectus”.

¹⁷⁰⁶ H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 374 : “An argument that Section 3 (1) WpPG with its inclusion of the second sentence which is not contained in Article 3 (1) PD is not conforming to the Directive or its inherent meaning, and that, therefore, the inclusion in Section 3 (1) WpPG must be disregarded, would face a counter argument. This would be that even without the inclusion, Section 3 (1) WpPG would have to be applied as though the inclusion was written into it. Applying German law rules of statute interpretation, the conclusion would be close to cogent that Section 3 (1) WpPG had the same meaning as it now has, had Article 3 (1) PD been literally transformed. The wording of Section 3 (1) WpPG would then merely say that there shall be no offer of securities ‘to the public without prior publication of a prospectus’. Such wording would not call for two or more disclosure documents in what constitutes in all materiality, under regular circumstances, a single placement of securities. Particularly, the wording of Article 3 (1) WpPG would then not require new and further prospectuses on each level of the distribution chain”.

de verschillende aanbiedingen die binnen de *retail cascade* plaats zullen vinden¹⁷⁰⁷. Bovendien zal in dat geval Bijlage V.5 of XII.5 van de Prospectusverordening geen toepassing vinden, aangezien de daarin vereiste informatie enkel betrekking heeft op “aangeboden” (zie tevens de randnummers hierna)¹⁷⁰⁸.

411. KRITISCHE OPMERKINGEN BIJ DEZE DUITSE OPLOSSING. Niettemin zijn hierbij een aantal kritische opmerkingen te maken. Ten eerste gaat de Duitse oplossing er vanuit dat een admissieprospectus gepubliceerd zal worden. Conceptueel hoeft dat uiteraard niet het geval te zijn : een openbare aanbidding kan immers plaatsvinden zonder dat de aangeboden effecten worden toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Indien geen admissieprospectus is gepubliceerd, komt men andermaal terecht in dezelfde problematiek. Men kan daar tegen inbrengen dat deze kritiek in grote mate theoretisch is, aangezien in de praktijk de schuldeffecten die aan een retail publiek worden aangeboden, meestal zullen toegelaten worden tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Een tweede kritiek betreft de compatibiliteit van de Duitse omzetting met de Prospectusrichtlijn. In de logica en bewoordingen van de Prospectusrichtlijn zijn art. 3.1 (prospectusplicht wegens openbare aanbidding) en art. 3.3 (prospectusplicht wegens toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt) geen alternatieven. Beide gronden van prospectusplicht moeten desgevallend cumulatief worden toegepast. In de mate dat de Duitse omzetting een admissieprospectus voldoende acht als alternatief voor een prospectus wegens openbare aanbidding, lijkt ons dat geen correcte omzetting van de Prospectusrichtlijn. Immers, in het geval schuldeffecten openbaar worden aangeboden en tegelijkertijd worden toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zal het prospectus o.i. cumulatief aan de relevante Bijlagen van de Prospectusverordening moeten voldoen, inclusief de informatievereisten van Bijlage V.5 of Bijlage XII.5 die gelden voor “aangeboden”. Deze Bijlage voorziet immers dat het prospectus informatie moeten bevatten omtrent onder meer de voorwaarden waaraan de aanbidding onderworpen is¹⁷⁰⁹, de periode waarin de aanbidding openstaat (met vermelding van de te volgen procedure om op de aanbidding in te gaan)¹⁷¹⁰, de diverse categorieën potentiële beleggers aan wie de effecten worden aangeboden¹⁷¹¹, de vermelding van “de verwachte prijs” waartegen de effecten zullen worden aangeboden of van de wijze waarop de prijs zal worden bepaald en hoe deze zal worden bekendgemaakt, inclusief het bedrag van de kosten en belastingen dat uitdrukkelijk ten laste van de inschrijver of koper komt¹⁷¹², of de namen en adressen van de coördinatoren van de aanbidding als geheel of van afzonderlijke onderdelen ervan en “voorzover de uitgevende instelling of de aanbieder daarvan op de hoogte is, van degenen die de plaatsing verzorgen in de diverse landen waarin de aanbidding plaatsvindt”¹⁷¹³. Ten derde lijkt deze oplossing te suggereren dat het admissieprospectus 12 maanden geldig zal blijven na de eerste publicatie¹⁷¹⁴, dit uiteraard onder voorbehoud van de aanvullingen voor onder meer belangrijke nieuwe ontwikkelingen voor zover deze zich voordoen of geconstateerd worden tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus en de definitieve afsluiting van de aanbidding of het tijdstip waarop de handel op een gereguleerde markt

¹⁷⁰⁷ Idem, 375.

¹⁷⁰⁸ Idem, 379 : “The information requirements of Annex V.5 of the Regulation which give rise to considerable problems in the laws of various EEA-jurisdictions can be dealt with quickly. These requirements are inapplicable where a prospectus is only an admission prospectus and not (also) an offer prospectus. According to their terms, they apply to offer prospectuses only, not to admission prospectuses. In the retail cascade in Germany, the prospectus will be an admission prospectus. [...] For example, an admission prospectus, by its nature, cannot contain the initial price which will be offered to the investors, because the prospectus is published and trading commences prior to the offer being made. Following commencement of trading, the price of sales, made by way of a public offer or otherwise, is determined by the secondary market”.

¹⁷⁰⁹ Bijlage V.5.1.1 c.q. XII.5.1.1 Prospectusverordening.

¹⁷¹⁰ Bijlage V.5.1.3 c.q. XII.5.1.3 Prospectusverordening.

¹⁷¹¹ Bijlage V.5.2.1 c.q. XII.5.2.1 Prospectusverordening.

¹⁷¹² Bijlage V.5.3.1 c.q. XII.5.3 Prospectusverordening.

¹⁷¹³ Bijlage V.5.4.1 c.q. XII.5.4.1 Prospectusverordening.

¹⁷¹⁴ Art. 9.1 Prospectusrichtlijn : “Een prospectus is gedurende twaalf maanden na de publicatie ervan geldig voor aanbiedingen aan het publiek of toelatingen van effecten tot de handel op een gereguleerde markt, mits het wordt aangevuld met overeenkomstig artikel 16 vereiste documenten ter aanvulling van het prospectus”.

aanvangt¹⁷¹⁵. Dat zou tot gevolg hebben dat een admissieprospectus blijft gelden voor alle openbare aanbiedingen die in deze tijdspanne zullen plaatsvinden¹⁷¹⁶. Behalve de vraag of dit de intentie is geweest van de Europese wetgever, riskeert o.i. een dergelijke “gerecycleerde” admissieprospectus niet te voldoen aan het relevantiebeginsel zoals dat besloten is in de Prospectusverordening¹⁷¹⁷. Relevantie (of “materiality”¹⁷¹⁸ in het Engels) behoort tot het wezen van de prospectusplicht en de prospectusregulering¹⁷¹⁹. Immers, zoals de Europese wetgever aanmerkte : “samen met gedragsregels bevordert de verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instellingen ervan de bescherming van de beleggers”¹⁷²⁰. Om deze reden bepaalt het centrale artikel 5.1 Prospectusrichtlijn dat een prospectus alle relevante informatie moet bevatten om een belegger toe te laten op een geïnformeerde wijze tot een beleggingsbeslissing te komen¹⁷²¹. Het is juist op dit centrale punt dat een “gerecycleerd” admissieprospectus riskeert tekort te komen.

412. ENGELSE OPLOSSING. Het is voornoemd relevantiebeginsel dat de basis vormt voor de “oplossing” in het Verenigd Koninkrijk. In die lidstaat is de basispositie van de FSA immers dat een prospectus moet worden gepubliceerd telkenmale een aanbieding aan het publiek plaatsvindt¹⁷²². Bijlagen V.5 en XII.5 van de Prospectusverordening vereisen bovendien gedetailleerde informatie met betrekking tot alle aanbiedingen in de cascade, met inbegrip van informatie met betrekking tot deze cascade zelf¹⁷²³. De FSA lijkt zich ervan rekenschap te hebben gegeven dat andere jurisdicties Bijlagen

¹⁷¹⁵ Cf. art. 16.1 Prospectusrichtlijn.

¹⁷¹⁶ H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 377-378 : “But even if the distribution of the securities in the retail cascade extends – for shorter or longer, possibly even for prolonged, while – beyond the commencement of trading, as from the time when trading begins, the production of any supplement will no longer be required. At first glance this fact may seem to be undesirable, in view of the very purpose of a prospectus to provide accurate and complete disclosure during the term of offer. However, this is exactly what the [Prospectus Directive] stipulates”.

¹⁷¹⁷ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De inhoud van een prospectus onder het nieuwe prospectusregime – Op zoek naar een beginselenbenadering”, in: M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarkt recht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007, 205 e.v.

¹⁷¹⁸ Vb. CESR, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, CESR/05-054b, 10 februari 2005, 4, nr. 1 (www.cesr.eu/index.php?docid=2999); IOSCO, “International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers”, September 1998, II-2, p. 5.

¹⁷¹⁹ Vgl. IOSCO, “International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers”, September 1998, II-2, 5 : “[m]ateriality – In addition to the specific disclosures described below, most countries rely on an overriding principle that, in connection with a registration or listing of securities or a public offering of securities, a company should disclose all information that would be material to an investor’s investment decision and that is necessary for full and fair disclosure. Thus, information called for by specific requirements contained in these Standards may need to be expanded under this general principle, where supplemental information is deemed to be material to investors and necessary to keep the mandated disclosure provided pursuant to specific requirements from being misleading. The formulation of this general principle varies somewhat in different countries [...]”.

¹⁷²⁰ Considerans nr. 18 Prospectusrichtlijn.

¹⁷²¹ Zie ook considerans nr. 30 Prospectusrichtlijn : “De verschillen in doelmatigheid, de methoden en het tijdstip van de verificatie van de informatie in een prospectus bemoeilijken niet alleen het aantrekken van kapitaal of de toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt in verscheidene lidstaten voor ondernemingen, maar hinderen beleggers uit een gegeven lidstaat ook bij het verwerven van effecten die door een in een andere lidstaat gevestigde uitgevende instelling worden aangeboden of in een andere lidstaat worden verhandeld. Deze verschillen dienen te worden opgeheven door de desbetreffende voorschriften zodanig te harmoniseren dat voldoende gelijkwaardigheid wordt bereikt van de waarborgen die in de lidstaten worden geëist met het oog op een passende en zo objectief mogelijke voorlichting van de huidige en potentiële bezitters van effecten”.

¹⁷²² CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 63 : “In the UK, on the other hand, the competent authority has so far considered that a PD compliant prospectus is required every time an offer to the public is made. [...] According to the majority of interviewees in the UK and Germany, the Prospectus Directive should clarify these issues which create uncertainty for issuers”.

¹⁷²³ FSA (UKLA), *LIST! Issue No. 16*, juli 2007, op 11 : “The PD Regs require detailed disclosure in relation to all offers in the distribution chain, and information on a retail cascade would be required under the disclosure requirements set out in Annex V and Annex XII. [...] A specific area of concern is how an investor might know that an entity offering the securities is or is not acting in association with the issuer. This determines whether the offer is one to which the prospectus relates or is a separate unrelated offer. Being able to address this point is

V.5 en XII.5 van de Prospectusverordening minder strikt interpreteren¹⁷²⁴. De oplossing die daarom wordt voorgesteld, is gebaseerd op art. 23.4 Prospectusverordening, waarin met name het relevantie criterium bepaald is¹⁷²⁵. Indien met andere woorden de informatie niet relevant is in de context van een *retail cascade* aanbieding, kan ze worden weggelaten. Dit lijkt in de richting te gaan van de argumentatie die ook door de respondenten in het CESR evaluatierapport werd vooropgesteld : “[...] market participants question where a prospectus has been produced by the issuer, the information that is required to be captured by that prospectus in the context of a retail cascade. They state that it is unrealistic due to the timing and nature of the cascade to expect the prospectus to contain all the information relating to the terms and conditions of every ‘sub-offer’ in each level of the cascade. As such the disclosure requirements in Annex V, in particular paragraph 5 are unsuitable for retail debt offerings but more suitable for equity offerings” (eigen cursivering)¹⁷²⁶. Echter, in dat geval wenst de FSA een prominente waarschuwing (prominent statement) op de eerste pagina van het prospectus : “stating that an investor (because not all authorised distribution agents are identified in the prospectus) should check with the distributor of the securities whether the distributor is acting in association with the issuer as part of the offer to which the prospectus relates. It should also state that if the distributor is not acting in association with the issuer then the investor may not have recourse against the issuer in respect of information in the prospectus”¹⁷²⁷. De FSA heeft niettemin benadrukt dat een oplossing op CESR niveau zich dringend opdringt.

413. CESR ANALYSE VAN DECEMBER 2007. In december 2007¹⁷²⁸ voegde CESR in haar “Frequently

fundamental to any approach put forward as a solution to the retail cascade issue”.

¹⁷²⁴ Idem, op 11 : “Market participants (both advisers and issuers) have asked us to seek a solution to this problem especially given that Competent Authorities in other Member States do not appear to be requiring the same detailed information to be included in a prospectus for a retail cascade”.

¹⁷²⁵ Art. 23.4 Prospectusverordening bepaalt dat : “In afwijking van de artikelen 3 tot en met 22 mag in de gevallen waarin een van de rubrieken van een van de in de artikelen 4 tot en met 20 vastgelegde schema's en bouwstenen of gelijkwaardige informatie voor de uitgevende instelling, de aanbieder of de effecten waarop het prospectus betrekking heeft, niet relevant is, deze informatie worden weggelaten”.

¹⁷²⁶ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 21, nr. 100. In het CESR evaluatierapport worden enkele voorbeelden gegeven van een door marktparticipanten bepleitte aanpassing op basis van het relevantie criterium : “It was suggested by one respondent that “offer” in Annex V item 5 should be interpreted as meaning only the offer by the issuer to private banks in case of cascade distributions. Another suggestion was that the information provided in to satisfy Annex V item 5 should be less extensive or more generic” (nr. 104).

¹⁷²⁷ Cf. tevens FSA (UKLA), *LIST! Issue No. 16*, juli 2007, op 11 : “We think it is appropriate for issuers to rely upon PD Regulation 23.4 in appropriate cases, while we continue to pursue as a matter of urgency with CESR (and if necessary the commission) an agreed pan-European solution. We think it is important that such a solution is found as soon as possible”. De ICMA heeft in tussentijd van dergelijke oplossing op CESR niveau, de volgende standaard-waarschuwingen voorgesteld aan haar leden (zie ICMA, *Retail Cascades*, 2 oktober 2007 (7 p.), op 2) : “Any person (an Investor) intending to acquire or acquiring any securities from any person (an Offeror) should be aware that, in the context of an offer to the public as defined in section 102B of the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), the Issuer may be responsible to the Investor for the [Offering Circular/Prospectus] under section 90 of FSMA, only if the Issuer has authorised that Offeror to make the offer to the Investor. Each Investor should therefore enquire whether the Offeror is so authorised by the Issuer. If the Offeror is not authorised by the Issuer, the Investor should check with the Offeror whether anyone is responsible for the [Offering Circular/Prospectus] for the purposes of section 90 of FSMA in the context of the offer to the public, and, if so, who that person is. If the Investor is in any doubt about whether it can rely on the [Offering Circular/Prospectus] and/or who is responsible for its contents it should take legal advice”. Bovendien beveelt ICMA haar leden aan om een aantal bijkomende waarschuwingen op te nemen in het prospectus : “An Investor intending to acquire or acquiring any [securities] from an Offeror will do so, and offers and sales of the [securities] to an Investor by an Offeror will be made, in accordance with any terms and other arrangements in place between such Offeror and such Investor including as to price, allocations and settlement arrangements. The Issuer will not be a party to any such arrangements with Investors (other than [Dealers]) in connection with the offer or sale of the [securities] and, accordingly, this Prospectus and any Final Terms will not contain such information and an Investor must obtain such information from the Offeror”, en (op te nemen na de waarschuwing i.v.m. de prospectusaansprakelijkheid) : “The previous paragraph should be read in conjunction with the [th] paragraph on the first page of this prospectus”.

¹⁷²⁸ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 4th Updated Version – December 2007*, Ref. 07-852, 20 december 2007, verder bijgewerkt door CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common*

Asked Questions” een analyse van de *retail cascade* toe, die hoofdzakelijk gebaseerd is de Engelse oplossing. Met name zal de analyse afhangen van de vraag of de financiële intermediairs in samenwerking met de uitgevende instelling handelen of handelen voor eigen rekening¹⁷²⁹. De uitgevende instellingen moeten dit overigens in het prospectus duidelijk vermelden, en tevens een waarschuwing opnemen dat het aan de beleggers is om te verifiëren of de instelling die de effecten aanbiedt wel of niet samenwerkt met de uitgevende instelling¹⁷³⁰. Indien een aanbieding bestaat uit meerdere sub-aanbiedingen, moeten de financiële intermediairs die in samenwerking met de uitgevende instelling handelen, ervan uit kunnen gaan dat zij het prospectus van de uitgevende instelling kunnen herbruiken¹⁷³¹. Wat de informatievereisten van de Prospectusverordening betreft, stelt CESR : “[a]s regards the completeness of the prospectus in respect of the information relating to the sub-offers, the information in the prospectus is usually sufficient except that some of the information, in particular the information required by Annex V, Item 5 (Terms and Conditions) will not be available at the time of the publication of the prospectus. [...] The intermediaries would be expected to supply the information to the investor at the time of any sub-offer. CESR considers that it is good practice to insert a bold notice in a suitable place in the prospectus informing investors that such information would be provided at the time of any sub-offers”¹⁷³².

414. KRITISCHE OPMERKINGEN BIJ DEZE OPLOSSING. Ook bij de oplossing van de FSA en CESR moeten kritische bemerkingen geformuleerd worden. Het lijkt ons namelijk een eerder pragmatische – en symptomatische – oplossing die niet de essentie van het probleem raakt. Met wat kwade wil kan men in het feit dat beleggers expliciet gewaarschuwd moeten worden, zelfs een bevestiging zien van de relevantie van deze informatie. Er kan ook de vraag gesteld worden hoe het de belegger *in concreto* mogelijk is zich rekenschap te geven van de impact van de gegeven waarschuwing. Zo wordt het probleem van de *retail cascade* in zekere mate afgewenteld op de belegger die zelf de nodige verificaties zou moeten doen.

415. OP ZOEK NAAR EEN OPLOSSING *DE LEGE FERENDA* VIA DECONSTRUCTIE VAN DE VRAAGSTELLINGEN. CESR stelde evenwel dat dit een tijdelijke oplossing is, namelijk : “[the solution] is a temporary one based on the current provisions of the Directive and would consider whether a recommendation based on a more robust regulatory solution”¹⁷³³. Het is daarom de vraag of deze oplossing voldoende is. Zo wordt deze problematiek in zowel het CESR als het CSES evaluatierapport van resp. juni 2007 en juni 2008 nog steeds aangehaald¹⁷³⁴. Zo bijvoorbeeld wordt in het CSES rapport gesteld : “[e]vidence gained from interviews suggests that in the most important issuing countries, and

positions agreed by CESR Members – 5th Updated Version – May 2008, Ref. 08-426, 20 mei 2008 en CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008.

¹⁷²⁹ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 33 : “CESR members consider that the key principle in answering the following questions is the distinction between intermediaries who are acting in association with the issuer and those that are not”.

¹⁷³⁰ *Idem*, 33 : “Therefore, CESR members encourage issuers to clearly disclose in the prospectus (or supplement) or through public announcements who the intermediaries acting in association with them are. In addition, CESR members consider that it is good practice to insert a bold notice in a suitable place in the prospectus informing investors that they should verify with the offeror whether or not the offeror is acting in association with the issuer”.

¹⁷³¹ *Idem*, 34.

¹⁷³² *Idem*. Vgl. tevens ICMA, *Response to CESR’s Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, 29 januari 2007 (13 p.), 12 : “The situation could be remedied by CESR giving guidance to competent authorities which would allow them to interpret “offer” in Annex V/5 as meaning only the offer by the issuer (through the investment firms arranging the issue) to the private banks. This would enable them to require only the disclosure of the terms of this offer in the prospectus - and not those of the subsequent offers in the “cascade”.

¹⁷³³ *Idem*, 33.

¹⁷³⁴ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 20-21; CSES, “Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report”, juni 2008 (78 p.), 62.

for pan European issuers, the issue of retail cascade presents an increased cost burden and legal risks. The uncertainty arises in connection with the applicability of the original prospectus (or other issue document) when securities are resold at a retail level¹⁷³⁵. Het feit dat de Prospectusrichtlijn aanzienlijke twijfel creëert en toelaat, en dat ook anno 2008 geen absolute zekerheid kan worden geboden, met voor de praktijk omzettingsdivergenties tot gevolg, riskeert een verhoging van de kosten (en rechtsonzekerheid) van uitgevende instellingen met zich mee te brengen. Het lijkt ons echter niet onmogelijk om – zoals CESR het voorstelt, een meer “robuust” *de lege ferenda* voorstel uit te werken dat niet alleen in de lijn ligt van de huidige Prospectusrichtlijn, maar ook de vereiste flexibiliteit biedt voor de marktpraktijk en ten slotte ook voldoet aan de criteria die we hebben geformuleerd in de harmonisatietest van Deel 1. We komen tot deze oplossing via een nauwkeurige deconstructie van de diverse vraagstellingen.

416. EERSTE VRAAG : DOEN DE FINANCIËLE INTERMEDIARIS (AL DAN NIET IN EEN *RETAIL CASCADE*) EEN OPENBARE AANBIEDING? De eerste vraag is of een plaatsing door de diverse financiële intermediairs – al dan niet in een *retail cascade* – op zichzelf een aanbieding uitmaakt. O.i. moet deze vraag *de lege lata* positief worden beantwoord. Alle plaatsingen via financiële intermediairs zullen een openbare aanbieding uitmaken, indien ze aan de criteria van de definitie van een “openbare aanbieding” voldoen. We verwijzen naar de analyse hierboven. We zien verder geen overtuigende reden waarom deze regel *de lege ferenda* zou worden gewijzigd. Niettemin moet rekenschap worden gegeven van de impact hiervan. Zo is een mogelijke overtreding van de prospectusplicht bij deze opvolgende openbare aanbiedingen in sommige gevallen toerekenbaar aan de uitgevende instelling. Er kan immers gesteld worden dat indien effecten worden geplaatst bij gekwalificeerde beleggers die optreden als financiële intermediairs en indien in dergelijk geval een doorverkoop van deze effecten plaatsvindt aan beleggers, voorafgaand aan de definitieve plaatsing van deze effecten, of bij de definitieve plaatsing ervan, zonder dat een beroep kan worden gedaan op één van de vrijstellingsgronden, dergelijke doorverkoop – en het eventueel gebrek van een prospectus – toerekenbaar zal zijn aan de uitgevende instelling¹⁷³⁶.

417. TWEDE VRAAG : IS DERGELIJKE OPENBARE AANBIEDING DOOR FINANCIËLE INTERMEDIARIS PROSPECTUSPLICHTIG? De logische volgende vraag is of dergelijke openbare aanbieding door financiële intermediairs prospectusplichtig is. *De lege lata* biedt art. 3.2, *in fine* Prospectusrichtlijn het antwoord op deze vraag. De plaatsingen door financiële intermediairs zijn namelijk prospectusplichtig indien voor de “definitieve plaatsing” van de effecten een prospectus moet worden gepubliceerd. We hebben hierboven geargumenteed dat in de logica van de Prospectusrichtlijn de diverse plaatsingen door tussenpersonen zelf afzonderlijk kunnen genieten van de vrijstellingen van art. 3.2.a tot en met art. 3.2.e Prospectusrichtlijn, ook indien de definitieve plaatsing zelf niet vrijgesteld zal zijn. Dat betekent dat in de praktijk de plaatsingen door intermediairs vrijgesteld zullen zijn van de prospectusverplichting, voor zover deze intermediairs zelf “gekwalificeerde beleggers” zijn¹⁷³⁷. *De lege ferenda* zien we geen overtuigende reden om, zoals de ESME dat voorstelde, deze “definitieve plaatsing”-regel af te schaffen. Wel kan ervoor worden gekozen om *de lege ferenda* deze interpretatie te expliciteren : op deze wijze zal alle mogelijke dubbelzinnigheid weggenomen worden, hetgeen de transactiekosten en onzekerheid voor de financiële intermediairs en de uitgevende instellingen kan reduceren. Dit kan o.i. relatief eenvoudig, door de toevoeging van de woorden “voor deze plaatsing” in art. 3.2, *in fine*, Prospectusrichtlijn¹⁷³⁸.

¹⁷³⁵ CESR, “Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report”, juni 2008 (78 p.), 62.

¹⁷³⁶ Zie, zoals hierboven geciteerd, A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, Tijdschrift voor Financieel Recht, 2006, nr. 9, 229, op 229-230. Indien daarentegen effecten worden geplaatst bij gekwalificeerde beleggers die *niet* optreden als financiële intermediairs, zal volgens deze auteur een mogelijke overtreding door deze beleggers van de prospectusplicht *niet* toerekenbaar zijn aan de uitgevende instelling.

¹⁷³⁷ Zie hieromtrent de uitgebreide analyse in *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 2*.

¹⁷³⁸ *De lege ferenda* zou de tekst van art. 3.2, *in fine*, Prospectusrichtlijn dan als volgt luiden (de toevoeging is in cursief aangeduid) : “De plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien *voor deze plaatsing* en voor de definitieve plaatsing aan geen enkele van de voorwaarden onder a) tot en met e) is voldaan”.

418. DERDE VRAAG : KAN VOOR EEN NIET-VRIJGESTELDE, PROSPECTUSPLICHTIGE PLAATSING DOOR FINANCIËLE INTERMEDIARIS HET PROSPECTUS VAN DE UITGEVENDE INSTELLING WORDEN GEBRUIKT? Het antwoord op de voorgaande twee vragen relateert in zekere mate het belang van de derde vraag, namelijk of, in de hypothese dat een plaatsing door een financiële intermediair niet vrijgesteld is van de prospectusplicht, het prospectus van de uitgevende instelling wel of niet kan worden herbruikt. *De lege lata* zien wij in de Prospectusrichtlijn zelf op zich geen elementen om deze vraag negatief te beantwoorden. Dat gezegd zijnde, zal ingevolge de informatievereisten van Bijlage V.5 of XII.5 van de Prospectusverordening het prospectus informatie moeten bevatten die het *de facto* in de praktijk onmogelijk maakt dat een prospectus wordt herbruikt voor aanbiedingen die niet worden georganiseerd door medetoedoen van de uitgevende instelling laat staan waarover de uitgevende instelling controle heeft. *De lege ferenda* zou daarom aansluiting kunnen worden gevonden bij de Duitse oplossing, door in art. 3.2, *in fine*, te voorzien dat een niet-vrijgestelde plaatsing toch geniet in een uitzondering op de prospectusplicht indien door de uitgevende instelling een prospectus werd gepubliceerd door de uitgevende instelling. In tegenstelling tot de Duitse oplossing – die voorziet in een algemene uitzondering opgenomen in art. 3.1 – behoort deze uitzondering o.i. op twee niveaus beperkt te zijn, namelijk enkel plaatsingen door intermediairs zouden geïsoleerd moeten worden, en dit bovendien enkel tot het ogenblik dat een “definitieve plaatsing” heeft plaatsgevonden. Ook menen we – anders dan verdedigd in de Duitse doctrine – dat deze uitzondering niet belet dat rekening moet gehouden worden met de informatievereisten van Bijlage V.5 of XII.5 van de Prospectusverordening, aangezien (ook) een aanbieding aan de definitieve beleggers plaatsvindt. *De lege ferenda* moet daarom verduidelijkt worden dat de uitgevende instelling ingevolge de informatievereisten van Bijlage V.5 of XII.5 uitsluitend details omtrent de definitieve plaatsing moet aangeven (met in hoofdzaak details omtrent de criteria op basis waarvan men kan concluderen dat de effecten definitief geplaatst zijn en welke definitieve beleggers worden geïsoleerd via de aanbieding). Het prospectus kan dan worden gebruikt en herbruikt door de verschillende financiële intermediairs tot de definitieve plaatsing. Deze oplossing brengt het voordeel mee dat de “definitieve plaatsing” klaar en duidelijk wordt afgebakend. We gaan hier dieper op in bij de volgende vraag.

419. VIERDE VRAAG : TOT WANNEER KAN DERGELIJK PROSPECTUS DOOR FINANCIËLE INTERMEDIARIS WORDEN HERBRUIKT? De volgende vraag – namelijk : tot welk ogenblik zal het prospectus door financiële intermediairs kunnen worden herbruikt? – ligt in het verlengde van de oplossing die we in vorig randnummer *de lege ferenda* voorstelden. Zoals in de tekst hierboven is aangegeven, is de precieze afbakening van de “definitieve plaatsing” *de lege lata* niet duidelijk. Dat blijkt niet alleen problematisch in de context van de *retail cascades* maar ook inzake de herplaatsingen en navolgende plaatsingen. In de *de lege ferenda* gesuggereerde oplossing zal de uitgevende instelling in het prospectus details bepalen inzake de definitieve plaatsing. Op deze wijze kan de uitgevende instelling zelf op voorhand bepalen hoe lang de *retail cascade* zal duren, en wat de modaliteiten van de opeenvolgende plaatsingen behoren te zijn. Ze kan bepalen in welke mate herplaatsingen en navolgende plaatsingen van het prospectus gebruik kunnen maken. Financiële intermediairs kunnen het prospectus gebruiken en herbruiken, en dit totdat de effecten definitief geplaatst zijn, doch slechts in de mate dat dit gebruik conform is met de daarin bepaalde voorwaarden¹⁷³⁹. Het valt te beargumenteren dat deze regeling de rechtszekerheid en transactiekosten van de verschillende betrokken partijen – de uitgevende instelling, de intermediairs en de beleggers – reduceert. De regeling lost bovendien het probleem op van de toerekenbaarheid aan de uitgevende instelling van openbare aanbiedingen door financiële intermediairs tot de definitieve plaatsing (zie hierboven, vraag 1). Het spreekt ten slotte vanzelf dat de

¹⁷³⁹ De plaatsing via financiële intermediairs – al dan niet via een *retail cascade* – is immers slechts een methode om de effecten zo gunstig mogelijk definitief te plaatsen, en dergelijke intermediairs zullen bij de definitieve plaatsing doorgaans zelf onderhevig zijn aan MiFID. In deze context weze er andermaal aan herinnerd dat een analyse van de prospectusaansprakelijkheid buiten het bestek valt van dit onderzoek. Echter, niets belet dat de wetgever een bijkomende aansprakelijkheid kan voorzien met betrekking tot de plaatsing door financiële tussenpersonen, ook al blijft de prospectusaansprakelijkheid bij de uitgevende instelling. Dit geldt zowel voor plaatsingen binnen de context van de *retail cascade* als daarbuiten.

financiële intermediairs gehouden zullen zijn de plaatsingsvoorwaarden te eerbiedigen. Dit is reeds de praktijk. Typisch zal de uitgevende instelling meestal overeenkomen – onder meer door in aangepaste *selling restrictions* en verklaringen in het *underwriting agreement* of in het prospectus te voorzien – hoe en aan wie de effecten mogen verder verkocht worden¹⁷⁴⁰. Zo bijvoorbeeld voorziet de ICMA sinds februari 2006 voor haar leden in modellen van *selling restrictions* en verklaringen, opgesteld door een werkgroep van ICMA leden en advocatenkantoren¹⁷⁴¹.

420. VIJFDE VRAAG : WANNEER MOET DERGELIJK PROSPECTUS WORDEN GEPUBLICEERD? Indien een prospectus kan worden gebruikt voor de diverse plaatsingen totdat de effecten definitief geplaatst zijn, rijst ten slotte de vraag naar het precieze tijdstip waarop dat prospectus moet worden gepubliceerd. *De lege lata* moet in dit opzicht verwezen worden naar art. 14 Prospectusrichtlijn. Hierin staat bepaald dat, na de goedkeuring door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst, het prospectus voor het publiek beschikbaar moet worden gesteld “zodra dit doenlijk is en in elk geval op een redelijk tijdstip voorafgaand aan en *uiterlijk bij de aanvang van de aanbieding* of de toelating van de betrokken effecten tot de handel op een gereguleerde markt. Daarenboven zal, in het geval van een eerste openbare aanbieding van een categorie van aandelen die nog niet tot de handel op een gereguleerde markt is toegelaten en die voor de eerste keer tot de handel moet worden toegelaten, het prospectus ten minste zes werkdagen voor het einde van de aanbieding ter beschikking worden gesteld”¹⁷⁴². Wegens de regels inzake aanvulling van het prospectus (en het intrekingsrecht van beleggers ingeval van aanvulling)¹⁷⁴³ zou *de lege ferenda* kunnen overwogen worden uitdrukkelijk toe te laten dat het prospectus pas goedgekeurd en gepubliceerd moet worden ten laatste op het eerste ogenblik dat effecten definitief geplaatst worden.

421. VOORLOPIGE CONCLUSIE – DE PLAATSING DOOR INTERMEDIAIRS ALS EXPANSIONISTISCHE POOL. De reeds ruime objectieve notie van de “mededeling” wordt in de Prospectusrichtlijn expansionistisch toegepast door uitdrukkelijk te bepalen dat ook de plaatsing door intermediairs onder het begrip “openbare aanbieding” valt. We hebben gewezen op de vele vragen en onduidelijkheden die *de lege lata* bestaan, waarvan het aannemelijk is dat deze transactiekosten en rechtsonzekerheid veroorzaken. Op grond van een kritische bespreking van de Duitse en Engelse oplossing evenals een logische deconstructie van de diverse vragen die in deze context aan bod komen, hebben we een aantal *de lege ferenda* suggesties gedaan, die neerkomen op het volgende voorstel.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

[...] De plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor deze plaatsing en voor de definitieve plaatsing aan geen enkele van de voorwaarden onder a) tot en met e) is voldaan; aan deze vereiste is voldaan indien ten laatste op het eerste ogenblik dat effecten definitief geplaatst worden een prospectus is gepubliceerd in overeenstemming met artikel 14 van de Prospectusrichtlijn.

De uitgevende instelling of de aanbieder moet, indien toepasselijk, voorzien in voorwaarden met betrekking tot de plaatsing van effecten via financiële intermediairs en de definitieve plaatsing, die

¹⁷⁴⁰ L. FERGUSSON, “Equities”, in: S. GLEESON, *A Practitioner’s Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, City and Financial Publishing, Surrey, 2006 (2e ed.) (399 p.), 209, 219: “In practice, selling restriction may be imposed through a combination of notices contained in prospectuses and deemed of actual representations from investors as to their ‘qualified’ status and/or undertakings not to on-sell other than to qualified investors. Where sales are to be carried out in a particular Member State without such representations or undertakings being obtained, it may be necessary to seek a ‘passport’ for the prospectus in that jurisdiction”.

¹⁷⁴¹ ICMA, *Circular to members no. 3*, 16 februari 2006 (10 p.), zie in het bijzonder 4-5.

¹⁷⁴² Art. 14.1 Prospectusrichtlijn; eigen cursivering.

¹⁷⁴³ Art. 16 Prospectusrichtlijn.

de financiële intermediairs zijn gehouden te eerbiedigen voor zover deze hen kenbaar zijn gemaakt. In dergelijk geval worden de Bijlagen V.5 en XII.5 van de Prospectusverordening toegepast als enkel betrekking hebbend op de definitieve plaatsing.

(3) De “voldoende informatie” van de mededeling als inhoudelijke pool van het openbare aanbiedingsbegrip

422. “VOLDOENDE INFORMATIE”. De mededeling moet voldoende informatie bevatten over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden beleggingsinstrumenten om een belegger in staat te stellen tot aankoop of inschrijving te besluiten. Deze vereiste is objectief : de beweegredenen van de aanbieder niet relevant zijn¹⁷⁴⁴. Daarenboven zijn de vereisten binair. Ofwel zal een bepaalde mededeling voldoende informatie bevatten, en derhalve resulteren in een openbare aanbieding indien aan de overige voorwaarden van deze definitie voldaan is. Ofwel bevat de mededeling onvoldoende informatie en kan er per definitie geen sprake zijn van een openbare aanbieding als gevolg van deze mededeling¹⁷⁴⁵.

423. INHOUDELIJKE BEGRIPSAFBAKENING VAN DE “VOLDOENDE INFORMATIE”. Het begrip “voldoende informatie” is desalniettemin een vlag die vele ladingen kan dekken. Sommigen in de rechtsleer leiden daaruit af dat algemene promotiecampagnes of “vage allusies op huidige of toekomstige aanbiedingen” daardoor niet onder het openbare aanbiedingsbegrip zouden vallen¹⁷⁴⁶. Anderen menen dat de vraag of een mededeling “voldoende informatie” bevat, moet worden beoordeeld op basis van de vraag of de informatie voldoende was om aanvaard te worden teneinde een koop-verkoop overeenkomst te creëren¹⁷⁴⁷.

424. (AL DAN NIET) VERBINTENISRECHTELIJKE IMPLICATIES. Dat brengt ons bij de centrale vraag die in de context van dit bestanddeel van de definitie rijst, namelijk of (en in welke mate) de notie “aanbieding aan het publiek” terug te brengen is tot de verbintenisrechtelijke notie van het “aanbod”¹⁷⁴⁸. Hoewel de gelijkshakeling van deze twee noties een sterke beperking teweegbrengt – en wellicht mee daardoor – werd dit krachtig verdedigd door HUHNE in zijn hoedanigheid als rapporteur bij het COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS bij het Europees Parlement : “[o]nly offers that create a contractual obligation should trigger the obligation to publish a prospectus. Only formal written

¹⁷⁴⁴ Zie o.m. B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 248 ; A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 349.

¹⁷⁴⁵ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 179-180.

¹⁷⁴⁶ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 349.

¹⁷⁴⁷ J. WILLEUMIER, “When to Publish a Prospectus? Scope of the Prospectus Directive: Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 42: “The words “presenting sufficient information” [...] could raise questions. They seem to suggest that there is only a public offer within the meaning of the Directive, if the relevant communication contains sufficient information and is capable of being accepted by the recipient so as to conclude a purchase transaction”.

¹⁷⁴⁸ Th. BONNEAU en F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 2005 (847 p.), 397-398 : “La définition européenne est ainsi plus ‘civiliste’ que la française : l’accent est mis sur la précision de l’offre et non sur le procédé de placement [...] La transposition de la directive engendrera au moins une redéfinition du placement privé et des contours de l’appel public à l’épargne au plus une redéfinition de l’appel public à l’épargne”.

offers should be covered by the directive”¹⁷⁴⁹. Zulke inperking werd echter niet weerhouden in de definitieve tekst van de Prospectusrichtlijn¹⁷⁵⁰. De Europese wetgever heeft ervoor gekozen om geen inhoudelijke precisering aan te brengen met betrekking tot de invulling van het begrip “voldoende informatie” die moet aanwezig zijn in een mededeling. De informatie zal – luidens de Prospectusrichtlijn – voldoende zijn indien zij belegger in staat stelt tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten. De vraag is evenwel wat dat concreet betekent. PIETRANCOSTA stelt daaromtrent het volgende : “[t]his is, in fact, the single most distinctive element of the definition. Yet many questions arise with the interpretation of this requirement.: How does one determine what prompts an investor to buy or subscribe? Is the investor to be considered subjectively? Should we refer to an average or ideal investor, considered *in abstracto*? Does this archetype exist? Or should distinctions be made among categories of investors”¹⁷⁵¹. Belangrijk te weten is dat de antwoorden op deze vragen niet gegeven worden op Europeesrechtelijk niveau.

425. EEN TOEGELATEN “BEPAALEN DISCRETIE” BIJ DE OMZETTING VAN DIT BEGRIP. De vaagheid op Europeesrechtelijk niveau leidt ertoe dat de lidstaten het begrip een eigen inhoudelijke invulling kunnen geven. Dat is ook expliciet toegelaten. In het kader van de werkzaamheden binnen CESR werd door de Europese Commissie beklemtoond dat de lidstaten een vrije keuze hebben ten aanzien van de vorm en methode van omzetting van richtlijnbegrippen in het nationale recht, en bijgevolg een bepaalde discretie hebben inzake de omzetting van het begrip “voldoende informatie”¹⁷⁵². We gaan hierop in bij de analyse van de omzettingen in de onderzochte jurisdicties verder hieronder. Niettemin kan reeds een illustratie gegeven worden. Zo stelde de CSSF in Luxemburg dat om “voldoende” te zijn, de informatie de belegger moet toelaten om met kennis van zaken een investeringsbeslissing te nemen¹⁷⁵³. Drie elementen moeten volgens de CSSF besloten zijn in de communicatie: (i) de uitgevende instelling moet de intentie hebben om een aanbieding te doen, (ii) de aangeboden effecten moeten worden beschreven, en (iii) de voorwaarden van de aanbieding (met onder meer de prijs van de aangeboden effecten)

¹⁷⁴⁹ COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, 27 februari 2002, A5-0072/2002 final.

¹⁷⁵⁰ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 349.

¹⁷⁵¹ *Idem*, 349.

¹⁷⁵² EUROPESE COMMISSIE, Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record, 26 januari 2005, MARKT/G3/WG D(2005), 2-3 : “[t]he Commission recalled that, under the EC Treaty, the national authorities have a choice as to form and methods when transposing this term into national law. It is therefore left to the discretion of MS as how to transpose the term sufficient information”. Zie tevens J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 1; M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 6; M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 13 : “Qu’est-ce qu’une information suffisante? La directive ‘prospectus’ n’apporte guère de réponse sur ce point et la Commission européenne a indiqué que les Etats membres peuvent librement définir ce qu’il faut entendre par ‘information suffisante’. Ici réside incontestablement une faiblesse de la directive puisqu’elle implique qu’une même communication puisse dans certains Etats membres être constitutive d’une offre publique là où dans d’autres pays elle sera assimilée à un simple placement privé”; en, kritisch, L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 112 (voetnoot 15); D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3, op 17.

¹⁷⁵³ CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 4 : “Une offre de valeurs mobilières doit présenter une information suffisante de manière à permettre à un investisseur de décider, en connaissance de cause, d’acheter ou de souscrire les titres en question. Trois éléments clés doivent être réunis [...]”.

moeten bepaald zijn of bepaald kunnen worden¹⁷⁵⁴. Zoals we hierna zullen zien, hebben meerdere – maar niet alle – lidstaten voorwaarde (iii) op soortgelijke wijze geïncorporeerd in hun omzettingen¹⁷⁵⁵. Wat de andere tweede elementen betreft, blijkt Luxemburg evenwel een uitzondering te zijn. Voorwaarde (i) gaat o.i. in tegen het feitelijke begrip – zonder verwijzing naar een intentioneel aspect – zoals dat in de Prospectusrichtlijn wordt gehanteerd. Voorwaarde (ii) houdt anderzijds een zeer ruime (potentiële) inperking in van het begrip “openbare aanbieding”¹⁷⁵⁶.

426. KRITIEK OP DE “DISCRETIE” DIE DOOR LIDSTATEN MAG WORDEN UITGEOEFEND. Bij dit standpunt kunnen meerdere fundamentele bedenkingen gemaakt worden¹⁷⁵⁷. Ten eerste, indien het inderdaad zo is dat de diverse wetgevers in de lidstaten een “bepaalde discretie” hebben bij de omzetting van het begrip “voldoende informatie”, kan men de vraag stellen waarom diezelfde wetgevers ook geen discretie zouden mogen hebben bij de omzetting van andere kernbegrippen van de Prospectusrichtlijn. Ten tweede, en meer fundamenteel, kunnen – toegelaten – divergenties inzake de omzetting van de Prospectusrichtlijn ertoe leiden dat eenzelfde communicatie in één lidstaat wel en in een andere lidstaat niet het karakter hebben van een openbare aanbieding¹⁷⁵⁸. Dergelijke toegelaten divergenties hinderen potentieel de efficiëntie van de financiële intermediatie. Uitgevende instellingen kunnen er namelijk niet met zekerheid van uitgaan dat een bepaalde verrichting in de jurisdicties waar ze effecten aanbieden wel of niet een “openbare aanbieding” uitmaakt. Desgevallend zullen zij bijgevolg de noodzaak aanvoelen om bijkomend juridisch advies te moeten inwinnen in alle jurisdicties waar potentieel een openbare aanbieding tot stand zou kunnen komen, ofwel het risico dragen dat zij in de fout gaan¹⁷⁵⁹. In juni 2007 werd overigens door CESR gesteld dat deze kritiek algemeen gedeeld werd door marktparticipanten¹⁷⁶⁰. In het CSES rapport van augustus 2008 werd deze kritiek bevestigd

¹⁷⁵⁴ Idem, 4.

¹⁷⁵⁵ VAN GERVEN stelt hieromtrent : “In general, a communication that does not refer to an offer price shall not be considered a public offer, as there is insufficient information about the terms of the offering. However, if the price can be deduced indirectly from the information provided, the communication may qualify as an offer under the above definition. *In practice, any communication that mentions the possibility of an offer must be reviewed carefully in light of the above definition of a public offering. If in doubt, it is advisable to contact the competent authority and submit the communication for review*” (eigen cursivering) (D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3, op 17).

¹⁷⁵⁶ Idem, 5 : “Pour pouvoir être constitutive d’une offre au public, une communication doit donc nécessairement contenir une information suffisante sur les conditions de l’offre et sur les titres concernés, ce qui veut dire que du moins des informations sommaires sur les titres offerts (tel que la nature du titre et ses principales caractéristiques) doivent être communiquées, que le prix de vente du titre doit être déterminé ou être déterminable et que la manière d’acceptation et la période pendant laquelle l’offre est ouverte doivent être connues ou indiquées de manière explicite ou implicite. Pour qu’une proposition constitue une offre au sens de la loi, il faut qu’elle soit suffisamment précise pour être susceptible d’acceptation par ses destinataires”.

¹⁷⁵⁷ Cf. ZENTRALER KREDITAUSCHUSS (BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN), Review of the Prospectus Directive – Comments by the Zentraler Kreditausschuss, mei 2008, op 7 : “Article 2 (1) (d) [Prospectus Directive] defines the term ‘offer of securities to the public’ quite broadly and is therefore implemented differently in the Member States. This legal uncertainty currently necessitates a careful analysis of the legal situation in each Member State in which securities are to be offered. This is time-consuming and cost-intensive. As a result, the Prospectus Directive fails to achieve one of its main objectives - facilitating cross-border offerings of securities”.

¹⁷⁵⁸ Dit werd o.m. terecht aangehaald in D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 461.

¹⁷⁵⁹ Ofschoon dit op het eerste zicht theoretisch kan lijken – het zal meestal wel duidelijk of een verrichting “openbaar” is of niet – schuilt de angel vaak niet in de vraag of een verrichting openbaar is, maar *wanneer* een verrichting een “openbare aanbieding” wordt. Ook daaraan zal in de analyse die in 2.3 volgt, bijzondere aandacht worden besteed.

¹⁷⁶⁰ CESR, “Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007, 19, nr. 88 : “[m]arket participants expressed concerns that the definition of ‘public offer’ is not harmonised. In particular, they stated that the definition of ‘public offer’ is critical to the [Prospectus Directive] since the rule that a public offer may not be made without the publication of a prospectus is an elementary pillar of the prospectus regime both in term of investor protection, capital market efficiency and a level-playing field in the EU. The use, definition and interpretation of the definition of public offer and related terms like “qualified investors” should therefore be

als volgt : “[i]nterviewees conveyed the message that harmonisation of requirements across Member States could be improved significantly through clarification of the Directive. More specifically, several interviewees pointed to [...] [*inter alia*] differences in the definition of a public offer across Member States. [...] As our interview fieldwork has found, these differences have resulted in issuers accessing cross-border markets selectively rather than through pan-European issues and this may explain, in part, the low number of countries targeted with the average passport”¹⁷⁶¹.

427. EEN NEGATIEVE DEFINITIE ALS OPLOSSING? Bij een aantal marktparticipanten is gesuggereerd om een negatieve definitie op te nemen¹⁷⁶². Ook de ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS deed recent een voorstel tot herziening dat op een negatieve leest was geschoeid¹⁷⁶³. We komen hierop terug in onze analyse hieronder.

428. VOORLOPIGE CONCLUSIE – “VOLDOENDE INFORMATIE” ALS INHOUDELIJKE POOL. Verrassend heeft de Europese wetgever nagelaten criteria te preciseren ter afbakening van het begrip “voldoende informatie”. Integendeel: door de Europese Commissie is bevestigd dat dit begrip verschillend kan zijn van lidstaat tot lidstaat. Met verwijzing naar het rapport van CESR van juni 2007 menen we dat deze houding bekritiseerbaar is. Bijgevolg zal de analyse hieronder in detail ingaan op de wijze waarop de lidstaten dit begrip hebben omgezet in nationaal recht.

(4) De toewijzing van een mededeling aan een bepaald grondgebied als “verborgen” territoriale pool van het openbare aanbiedingsbegrip

429. DE TERRITORIALITEIT VAN HET OPENBARE AANBIEDINGSBEGRIJ. Wat o.i. in de rechtsleer – onterecht – onvermeld bleef, is de intrinsiek territoriale pool van het openbare aanbiedingsbegrip.

430. DE TERRITORIALE ABSTRACTIE VAN DE “BELEGGERS” . De “belegger” is in de Prospectusrichtlijn niet territoriaal bepaald¹⁷⁶⁴. Integendeel, deze notie is precies ontdaan van elke territorialiteit¹⁷⁶⁵. Zo kan verwezen worden naar de definitie van “gekwalificeerde beleggers” – deze definitie wordt hieronder in *Hoofdstuk 3* gedetailleerd onderzocht – en verwijst naar “juridische entiteiten die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om op de financiële markten actief te mogen zijn”, “nationale en regionale regeringen” of “andere juridische entiteiten”, waarbij geenszins

harmonised as much as possible. Whilst respondents recognise that it would be a challenging exercise to come to a full convergence on this issue, they have asked CESR to provide some guidance”. Zie tevens nr. 89 : “It was stated that the notion of a ‘public offer’ should be consistent across the Member States in order to ensure a harmonized implementation of the PD, otherwise there is a lack of clarity and this potentially creates disparities of treatment for issuers among the various countries”.

¹⁷⁶¹ CSES, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.), 19.

¹⁷⁶² Idem, 63 : “According to the majority of interviewees in the UK and Germany, the Prospectus Directive should clarify these issues which create uncertainty for issuers. As one interviewee suggested, a negative definition of a public offer might help clarify the situation for issuers”.

¹⁷⁶³ ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS (BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN), *Review of the Prospectus Directive – Comments by the Zentraler Kreditausschuss*, mei 2008, op 7 : “ An EU-wide definition based on German practice would be advisable. Under this definition, the following cases would not constitute a public offer of securities to the public: [i] Communications concerning trading in securities on a regulated market or MTF; [ii] Information on an imminent offer of securities, as long as the investor has no actual means of subscribing for or purchasing the securities; [iii] Offers which are addressed to only a limited group of persons where the addressees are known individually to the offerer, have been specifically selected and individually approached by him and where the investors do not require any information in the form of a prospectus, e.g. particularly where a subscription rights offer is addressed exclusively to existing shareholders without any (exchange) rights trading taking place”.

¹⁷⁶⁴ Dat blijkt onder meer uit consideransen nrs. 10, 12, 16, 18, 19, 20, 21, 22, 27, 29, 30, 31, 34, 37, 41, 46 Prospectusrichtlijn: geen van deze consideransen definieert de notie van de belegger vanuit een territorialiteitsperspectief.

¹⁷⁶⁵ In dezelfde zin, zie artt. 4.1.10, 4.1.11 en 4.1.12 MiFID met betrekking tot de definities van de “cliënt”, de “professionele cliënt” en de “niet-professionele belegger”, alsook Bijlage II bij MiFID.

wordt verwezen naar de “nationaliteit” van deze entiteiten¹⁷⁶⁶. Ook de hierboven besproken definitie van de “aanbieding aan het publiek” bevat geen enkel element dat op territorialiteit van de belegger kan wijzen.

431. DE VERBORGEN TERRITORIALITEIT. Niettemin is *impliciet* in de Prospectusrichtlijn een bij uitstek territoriale opvatting van de openbare aanbieding besloten, waarbij de territorialiteit gedefinieerd is op basis van de lidstaten en niet de Gemeenschap. Anders gezegd : werkelijke “pan-Europese openbare aanbiedingen” – openbare aanbiedingen op het Europese grondgebied – bestaan voor de Prospectusrichtlijn niet. Wel bestaan aanbiedingen op het grondgebied van meerdere lidstaten. Dit is geen gevolg van de wijze waarop de openbare aanbieding gedefinieerd is, maar wel van art. 3.1 Prospectusrichtlijn dat bepaalt dat: “[d]e lidstaten staan aanbieding van effecten aan het publiek zonder voorafgaande publicatie van een prospectus *op hun grondgebied* niet toe” (eigen cursivering). Of een aanbiedingen van effecten wel of niet “openbaar” is, moet als gevolg van deze bepaling lidstaat per lidstaat worden geëvalueerd. Deze territorialiteit wordt bovendien bevestigd door de bepalingen inzake de toewijzing aan een bevoegde toezichthoudende overheid, die het prospectus moet goedkeuren voor haar grondgebied. In dezelfde lijn heeft ook CESR in haar *Frequently Asked Questions* in september 2007 dergelijke territorialiteit bevestigd : “There is no need for the offeror to publish a prospectus in Member State “A” as no public offer is made in such a country. But this does not prevent investors in that country to subscribe or buy the securities which are subject of a public offer in another Member State. What is relevant in this case is that a prospectus is published in Member State “B” where the public offer takes place”¹⁷⁶⁷.

432. TERRITORIALE CONSEQUENTIES. Het moet vreemd lijken dat gekozen is voor een territoriale opsplitsing van een concept dat in wezen allesbehalve territoriaal is. Gegeven de doelstellingen marktintegratie lijkt het zelfs paradoxaal dat de Prospectusrichtlijn de financiële markten in Europa conceptueel opsplijst. Men kan daarbij fundamentele vragen stellen. Immers, indien de Prospectusrichtlijn werkelijk ambieert de vraag naar kapitaal zo efficiënt mogelijk te beantwoorden met aanbod van kapitaal, zouden geharmoniseerde regels precies de kosten van kapitaal zo laag mogelijk houden niet zozeer, hetgeen evidentier lijkt via een eengemaakte notie van de openbare aanbieding die voor de gehele E.E.R. geldt in plaats van een notie van de openbare aanbieding die lidstaat per lidstaat geldt en zelfs verschillend kan zijn. Concreet zou dat betekenen dat wie voldoet aan de Prospectusrichtlijn automatisch het recht heeft om in de gehele E.E.R. aan te bieden.

433. DE HALFSLACHTIGE OPLOSSING VAN HET EUROPEES PASPOORT BEVESTIGT EEN SEGREGATIE VAN DE MARKTEN. De Prospectusrichtlijn probeert aan de territoriale opsplitsing een mouw te passen, door te voorzien in een Europees paspoort. Dat is, met wat slechte wil, opnieuw een bevestiging van de territorialiteitsgedachte. De uitgevende instelling die namelijk voldoet aan de regels van de ene lidstaat, kan een prospectus via een Europees paspoort “exporteren” naar een andere lidstaat. De uitgevende instelling – en alle marktactoren inclusief raadgevers – worden met andere woorden verplicht in een *territoriale logica* te denken, en eventueel paspoorten aan te vragen voor andere lidstaten. Dit systeem doet daardoor, zo kan men stellen, het omgekeerde van wat het beoogt te doen : in plaats van bij te dragen tot de integratie van de markten, segmenteert het de markten. Het dwingt alle marktactoren in

¹⁷⁶⁶ Art. 2.1.e Prospectusrichtlijn.

¹⁷⁶⁷ CESR antwoordde meer in het bijzonder op de volgende vraag : “[i]s it possible for residents in a Member State “A” where a public offer does not take place to subscribe for securities in the Member State “B” where the public offer takes place directly or through their financial intermediaries acting on behalf of these investors” (CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 23). In voetnoot 14 wordt verder nog aangestipt : “There are different situations where investors in country A might find out that a public offer is taking place in country B even when there is no public offer in country A. For example, investors in country A find out about the offer in country B by their own means, without a communication to them in the sense of Article 2.1 (d) of the Directive; the offer in country A is not a public offer because it falls under one of the cases set out in Article 3 of the Directive; investors are informed of the public offer in country B by their financial intermediaries acting under their contractual duty of custodians to inform their clients” (eveneens op 23).

het carcan van opgesplitste, territoriale markten.

434. VOORSTEL *DE LEGE FERENDA* : EEN OPENBARE AANBIEDING MET *AUTOMATISCH* EUROPEES PASPOORT? Een onderzoek van de argumenten voor en tegen het blijven voortbestaan van toezichthoudende overheden per lidstaat vallen buiten het bestek van dit onderzoek. Wel moeten we aannemen dat het bestaan van dergelijke toezichthoudende overheden voor elk van de lidstaten op heden – vooralsnog – een realiteit is. Echter : het feit dat een “loket” voor de goedkeuring van een prospectus zich situeert in één lidstaat, belet niet dat de onderliggende openbare aanbidding een waar pan-Europees karakter zou hebben. Wij willen daarom het argument hier voorbrengen dat een uitgevende instelling die een openbare aanbidding doet in één lidstaat, door de goedkeuring van het prospectus door de bevoegde toezichthoudende overheid, *automatisch* (van rechtswege) een Europees paspoort zou verkrijgen om haar effecten ook in alle andere lidstaten aan te bieden (indien en waar zij dat wenst), zonder enige verdere inmenging van de respectievelijke lidstaten van ontvangst. O.i. wordt via dergelijk “automatisch Europees paspoort” aan de markt de mogelijkheid gegeven om de *psychologie van de territoriale grenzen* te doorbreken (voor zover de markt dat wenst). Door zulk automatisch paspoort kunnen uitgevende instellingen immers zelf bepalen in welke regio’s zij hun effecten actief promoten (en bijgevolg ook trachten een doelpubliek in de eigen taal te bedienen), maar zij kunnen dat zelf doen én vanuit de veronderstelling dat de goedkeuring in de lidstaat van herkomst ook meteen een goedkeuring inhoudt voor de hele E.E.R. Er kan in dit verband worden aangestipt dat dit *de lege ferenda* voorstel niet impliceert dat steeds een openbare aanbidding in de gehele Europese markt zal plaatsvinden. Immers, indien een uitgevende instelling een openbare aanbidding wil beperken tot het grondgebied van slechts enkele lidstaten, kan zij dat door de effecten niet te promoten in andere dan de geselecteerde lidstaten (of voor deze andere lidstaten een beroep te doen op de aanbiddingsvrijstellingen)¹⁷⁶⁸. Op deze wijze wordt de integratie van de financiële markten opnieuw meer een proces dat gedreven wordt vanuit de markt zelf, zonder territoriale beperkingen.

435. WIJZIGING VAN ART. 17.1 PROSPECTUSRICHTLIJN? Concreet zou het voorstel dat we hierbij doen slechts een marginale wijziging van het huidige art. 17.1 Prospectusrichtlijn teweegbrengen¹⁷⁶⁹, als volgt¹⁷⁷⁰:

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

*Onverminderd het bepaalde in artikel 23 van de Prospectusrichtlijn, is een door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst goedgekeurde prospectus en alle documenten ter aanvulling van dat prospectus in een willekeurig aantal lidstaten van ontvangst **van rechtswege** geldig voor een openbare aanbidding of voor een toelating van de betrokken effecten tot de handel op een gereguleerde markt, zonder dat de bevoegde autoriteit van de lidstaten van herkomst of ontvangst enige voorwaarden daartoe kunnen stellen of zonder dat enige verdere handeling dan deze hierin bepaald moet worden gesteld¹⁷⁷¹. De bevoegde autoriteiten van de lidstaten van ontvangst starten geen administratieve of goedkeuringsprocedures voor prospectussen.*

436. VOORLOPIGE CONCLUSIE – DE TOEWIJZING AAN EEN BEPAALD GRONDGEBIED ALS (VERBORGEN) TERRITORIALE POOL. Uit een samenlezing van art. 2.1.e met art. 3.1 Prospectusrichtlijn

¹⁷⁶⁸ Zie in dat verband *Deel 2, Hoofdstuk 3, Afdeling 2* (en in het bijzonder de bespreking aangaande de combineerbaarheid van de vrijstellingen in afdeling 2.2).

¹⁷⁶⁹ Artt. 17.1 en 18 Prospectusrichtlijn dienen uiteraard dienovereenkomstig te worden aangepast.

¹⁷⁷⁰ De tekst van de bestaande Prospectusrichtlijn is hieronder opgenomen, met de aanpassingen die voorgesteld worden, in het vet aangeduid.

¹⁷⁷¹ Hiermee wordt art. 17.1 Prospectusrichtlijn hernomen.

blijkt dat het openbare aanbiedingsbegrip territoriaal is opgesplitst. Dat is echter geen evidentie. Indien de integratie van de financiële markten op Europees niveau een werkelijk streven vormt, moet een dergelijke territoriale opsplitsing in vraag worden gesteld. Wij leggen in dat verband het alternatief voor dat de goedkeuring van een prospectus in de lidstaat van herkomst *automatisch* resulteert in een Europees paspoort van alle andere lidstaten, zonder dat de toezichthoudende overheden in die lidstaten van ontvangst nog zouden moeten of kunnen tussenkomen.

2.3. TOETSING AAN DE OMZETTINGSBENADERINGEN TEN AANZIEN VAN DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

437. OPZET. In deze afdeling analyseren we de omzettingsbenaderingen van de prospectusplicht wegens een “aanbieding aan het publiek” in de onderzochte jurisdicties. We behandelen daarbij – enkel voor zover dat voor de analyse nuttig is – ook enkele historische aspecten omtrent de notie van de “openbare aanbieding” – of soortgelijke notie – zoals die voorheen in de betrokken jurisdicties in voege was.

2.3.1. Analyse van de omzettingsbenadering in België

438. CONTRAST MET DE OUDE REGELGEVING. Het koninklijk besluit nr. 185 van 9 juli 1935 – zoals herhaaldelijk gewijzigd¹⁷⁷² – vormde de basis van de oude prospectusplicht in België¹⁷⁷³. Het koninklijk besluit nr. 185 bevatte geen definitie van een “openbare aanbieding”. Artikel 26 van het koninklijk besluit nr. 185 bepaalde enkel dat “[a] wie voornemens is hetzij actiën, effecten of winstaandeelen van vennootschappen, hetzij obligatiën openbaar te koop te stellen, te koop te bieden of te verkoopen, moet aan de [Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen] (ten minsten een maand op voorhand) daarvan kennis geven. [...]”¹⁷⁷⁴. In 2003 werd het koninklijk besluit opgeheven door de wet

¹⁷⁷² Zie in deze context o.m. K. BYTTEBIER, *Handboek financieel recht*, Antwerpen, Kluwer, 2001, 402 e.v.; E. WYMEERSCH, “De Bankcommissie en de openbare uitgifte van effecten”, in: G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-Financieel recht vandaag*, Gent, Gakko, 1972, 119-169; A. BRUYNEEL, “La réforme financière de 1990. Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers”, *J.T.*, 1991, 549-563, op 559.

¹⁷⁷³ Zie verder ook de – eveneens afgeschafte – art. 22 van de Wet van 10 juni 1964 op het openbaar aantrekken van spaargelden en artt 3, 4 en 105 van de Wet van 4 december 1990. Zie omtrent de oude Belgische reglementering: S. SCHWEIZER, “L'épargne et sa contribution à l'alimentation des marchés des capitaux”, *Revue de la Banque*, 1968, 259-271; E. WYMEERSCH, “De Bankcommissie en de openbare uitgifte van effecten”, in: G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-Financieel recht vandaag*, Gent, Gakko, 1972, 119-169; Cl. LEMPEREUR, “La protection de l'épargne publique”, *Revue de la Banque*, 1972, 411-426; J. LEBRUN, “La protection de l'épargne publique et la Commission Bancaire”, *R.P.D.B.*, 1979, Complément, tome V; C. RESTEAU, *Traité des sociétés anonymes*, tome I, Brussel, Swinnen, 1981, 328-333. J. VAN RYN EN J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III, Brussel, Bruylant, 1981, 159-167; E. WYMEERSCH, “La protection des déposants et des investisseurs”, in: X., *La banque dans la vie quotidienne*, Brussel, Jeune Barreau, 1986, 189-243; G. PILLE, “De subsectoren in België. Het Belgisch reglementair kader van de effectenverrichtingen”, *Revue de la Banque*, 1987/4, 27-41, 30 e.v.; E. WYMEERSCH, “De nieuwe reglementering van de openbare uitgiften van effecten en de financiële informatie”, 101-153, in: G. SCHRANS en E. WYMEERSCH (ed.), *Financiële Herregulering in België*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, 1991, 109-111; J. TYTECA, “De verhandeling van effecten, andere financiële instrumenten en deviezen”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe Beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991 (490 p.), 271-277. H. SWENNEN, *Financiële wetgeving*, Gent, Mys & Breesch, 1995 (173 p.), 29 e.v.; B. FERON en B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1997, 117-132; A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in: X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111, 136; G. T'JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445, 472, nr. 52.

¹⁷⁷⁴ Tekstversie zoals ze in voege was bij de afschaffing van het koninklijk besluit nr. 185. Om de duidelijkheid te vergroten, worden in deze afdeling de voorheen gehanteerde verwijzingen naar de “Bankcommissie” en de “Commissie voor het Bank- en Financiewezen” vervangen door een verwijzing naar de huidige “Commissie voor het Bank-, Assurantie- en Financiewezen”.

van 22 april 2003 die hoofdzakelijk als doel had de toenmalige wetgeving samen te brengen en te coördineren¹⁷⁷⁵. In het verlengde van het koninklijk besluit nr. 185 bevatte de wet van 22 april 2003 evenwel geen ware definitie van een “openbare aanbidding”¹⁷⁷⁶. Artikel 3 van de wet beperkte zich immers tot een opsomming van vier types van verrichtingen die werden onderworpen aan de prospectusreglementering¹⁷⁷⁷. Het eerste type van verrichting betrof openbare aanbiddingen tot verkoop, openbare verkopen en openbare aanbiddingen tot inschrijving¹⁷⁷⁸. Het diende daarbij niet te gaan om een aanbod in de verbintenisrechtelijke zin van het woord¹⁷⁷⁹. Dit was eigenlijk een gedeeltelijke parafrasering van het hierboven geciteerde art. 26 van het koninklijk besluit nr. 185. Het tweede type was een openbaar overnameaanbod. Het derde type betrof de toelating tot de verhandeling op een Belgische georganiseerde markt¹⁷⁸⁰. Het vierde type betrof tenslotte openbare voorstellen om informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken¹⁷⁸¹. Op zich genomen had deze opsomming in

¹⁷⁷⁵ Zie memorie van toelichting bij het wetsontwerp van 26 november 2002 betreffende de openbare aanbiddingen van effecten, *Parl. St. Kamer*, 2002-03, 50-2148, 5 : “Om deze reden wil dit ontwerp van wet dan ook voormelde wetteksten op de openbare aanbiddingen van effecten op een gestructureerde wijze samenbrengen in een nieuw en methodisch geordend geheel. Op die manier moet deze codificatie bijdragen tot de toegankelijkheid, de transparantie en de gebruiksvriendelijkheid van deze al door hun inhoud vaak ingewikkelde teksten. Er mag van worden verhoopt dat ze een duidelijk inzicht zal verschaffen in een belangrijk segment van de financiële wetgeving en dat dit ten goede zal komen van eenieder die haar moet naleven, toepassen of interpreteren”. Zie verder P. LEFEBVRE, “Inleiding bij het K.B. 7 juli 1999”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl. Zie verder ook de COMMISSIE VOOR HET BANK EN FINANCIËWEZEN, *Jaarverslag 2002-2003*, 104 e.v.; A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in : X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111 ; V. DE VUYST, “Artikelsgewijze commentaar”, X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl. en D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 73-79, nrs. 6-13.

¹⁷⁷⁶ D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 81, nr. 19; zie tevens G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, en m.b.t. de voorheen geldende regelgeving, C. SUNT en J. VAN LANCKER, “De beursgenoteerde vennootschap en de beursvorming”, *T.R.V.*, 1996, 75, 80; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 176.

¹⁷⁷⁷ M.v.T. bij de wet van 22 april 2003, op 10 : “Vier types van verrichtingen zijn onderworpen aan de prospectus-reglementering. Deze verrichtingen worden in het ontwerp aangeduid met de termen ‘aanbod’ of ‘aanbieden’. Artikel 3 § 1 somt ze op”.

¹⁷⁷⁸ Met inbegrip van openbare voorstellen aan beleggers om een al dan niet herroepbaar bod tot aankoop of inschrijving te doen (cf. art. 3 § 1, 1^o, in fine).

¹⁷⁷⁹ E. WYMEERSCH, “La protection des déposants et des investisseurs”, in X., *La banque dans la vie quotidienne*, Brussel, Jeune Barreau, 1986, 242, nr. 50; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 82, nr. 19, voetnoot 29.

¹⁷⁸⁰ M.v.T. bij de wet van 22 april 2003, op 10 : “Vermits de opneming van effecten in de verhandeling op een voor het publiek toegankelijke markt als een continu aanbod tot aan- en verkoop aan het publiek kan worden beschouwd, heeft de wetgever de opneming in de eerste en de tweede markt van een effectenbeurs [...] in het verleden uitdrukkelijk geassimileerd met een openbaar aanbod (zie K.B. nr. 185, artikel 26, tweede lid partim en wet van 10 juni 1964, artikel 22, § 2, eerste lid partim en derde lid). Steunend op de ratio legis van deze wettelijke assimilatie heeft de CBF steeds geoordeeld dat de prospectusverplichting geldt voor elke aanvraag tot opneming in de verhandeling op een georganiseerde en voor het publiek toegankelijke markt. Deze praktijk krijgt thans een uitdrukkelijke wettelijke bevestiging in artikel 3, § 1, 3^o. Deze bepaling moet een level playing field creëren tussen alle Belgische georganiseerde markten die het publiek rechtstreeks of onrechtstreeks toegang verlenen tot hun handelsplatform”.

¹⁷⁸¹ Tenzij deze informatie of raad slaat op effecten die in België regelmatig openbaar worden of werden aangeboden (art. 3 § 1, 4^o). In dat kader dient verwezen te worden naar art. 7 van het K.B. van 7 juli 1999 over het openbare karakter van financiële verrichtingen: “[...] wordt met een openbare uitgifte of met het uit het publiek of gedeeltelijk uit het publiek aantrekken van financieringsmiddelen gelijkgesteld, elk voorstel of elke reclame, gericht tot meer dan 50 personen [...] met als bedoeling informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken in verband met al dan niet reeds gecreëerde effecten die het voorwerp uitmaken of zullen uitmaken van een al dan niet openbare uitgifte of verhandeling, indien dit voorstel of deze reclame uitgaat van een persoon die rechtstreeks of onrechtstreeks vanwege de emittent een vergoeding of een voordeel ontvangt bij de verwezenlijking van deze uitgifteverrichting”.

de wet van 22 april 2003 weinig begripsafbakenende inhoud¹⁷⁸². Dat was eveneens het geval in het koninklijk besluit nr. 185. De vraag is immers wat het “openbaar tekoop stellen, tekoop bieden of verkopen” (het koninklijk besluit nr. 185) of “een openbare aanbidding tot verkoop”, “openbare verkoop” of “openbare aanbidding tot inschrijving” (de wet van 22 april 2003) betekende. Of, anders gezegd : is een bepaalde verrichting wel of niet “openbaar”?¹⁷⁸³ Terwijl historisch deze vraag geval per geval werd beantwoord¹⁷⁸⁴, werden met het oog op het vergroten van de rechtszekerheid sinds het eind van de jaren zestig een aantal criteria bepaald, oorspronkelijk in het koninklijk besluit van 12 november 1969 (met als wettelijke basis artikel 5 van de wet van 10 juli 1969 op het solliciteren van het openbaar spaarwezen¹⁷⁸⁵), later in het koninklijk besluit van 9 januari 1991 en nog later het koninklijk besluit van 7 juli 1999¹⁷⁸⁶. De criteria – die noch cumulatief, noch exhaustief waren¹⁷⁸⁷ – bevatten een combinatie van kwantitatieve en kwalitatieve onderscheidingselementen¹⁷⁸⁸. Het “openbaar karakter” van een uitgifteverrichting stond met name vast in één van volgende omstandigheden: (i) het aanwenden door de emittent (of in opdracht van de emittent) van reclamemiddelen¹⁷⁸⁹, van welke aard ook, die de

¹⁷⁸² D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 81, nr. 19.

¹⁷⁸³ Idem, 86, nr. 29 : “[...] het opbaarheids criterium vormt de spil waarrond de prospectusreglementering draait”.

¹⁷⁸⁴ Zie in deze context o.m. K. BYTTEBIER, *Handboek financieel recht*, Antwerpen, Kluwer, 2001, 402 e.v.; E. WYMEERSCH, “De Bankcommissie en de openbare uitgifte van effecten”, in: G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-Financieel recht vandaag*, Gent, Gakko, 1972, 119-169.

¹⁷⁸⁴ Zie vb. E. WYMEERSCH, “De Bankcommissie en de openbare uitgifte van effecten”, in: G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-Financieel recht vandaag*, Gent, Gakko, 1972, 119-169, 133; J. VAN RYN EN J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III, Brussel, Bruylant, 1981, 159-167, 166, nr. 181; H. SWENNEN, *Financiële wetgeving*, Gent, Mys & Breesch, 1995 (173 p.), 29, 35; B. FERON en B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1997, 128.

¹⁷⁸⁵ B.S. 24 juli 1969. Zie R. WITTERWULGHE, “La loi du 10 juillet 1969 sur la sollicitation de l'épargne publique notamment en matière de valeurs mobilières”, *J.T.*, 1970, 291.

¹⁷⁸⁶ P. LEFEBVRE, Inleiding bij het K.B. 7 juli 1999, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl. Deze auteur merkt verder op dat “[n]aderhand verstrekte artikel 2 van de Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten eveneens een (supplementaire) wettelijke basis voor het K.B. van 9 januari 1991”. Zie verder P. WEERTS, “Commentaar bij het voorontwerp van Koninklijk besluit over het openbaar karakter van financiële verrichting”, *V&F*, 1998, 172-185; D. NAPOLITANO, “Het openbaar karakter van financiële verrichtingen”, *T.R.V.*, 2000, 53-66; C. PARK en H. WOUTERS, “L'arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières” *R.P.S.*, 2000, 5-41.

¹⁷⁸⁷ G. T'JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 456; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 91, nrs. 36 en 37.

¹⁷⁸⁸ D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 89, nr. 31.

¹⁷⁸⁹ Reclame werd in art. 2, tweede lid, van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 – conform reeds eerder het koninklijk besluit van 9 januari 1991 – ruim gedefinieerd en omvatte (i) het verspreiden van informatie in de schrijvende pers of in al dan niet periodieke publicaties en het gebruik van radio, televisie of andere audiovisuele middelen; (ii) het verspreiden van circulaire of van andere gestandaardiseerde stukken met betrekking tot de verrichting, ook al worden ze aan de geadresseerde persoonlijk toegezonden; (iii) het verspreiden van informatie via telefonisch of elektronisch informatieverkeer; en de restcategorie (iv) het gebruik van andere technieken om de verrichting bekend te maken. Zie G. T'JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 457-463, zie o.m. nr. 20 : “Het begrip reclamemiddelen in de zin van het besluit dekt een andere en ruimere inhoud dan in het dagelijks taakgebruik, waar de notie van reclame verwijst naar middelen tot publieke aanprijzing van een te koop aangeboden product. Ook de loutere aankondiging, zonder aanbeveling tot inschrijving, verleent een uitgifteverrichting een openbaar karakter. Wellicht de term *publiciteitsmodellen* dan ook beter de inhoud van dit openbaarheids criterium weergeven. Anderzijds is het begrip reclamemiddelen dan weer niet zo ruim dat het moet beantwoorden aan de voorwaarden in de zin van het burgerlijk recht. Alle voor het sluiten van de overeenkomst onontbeerlijke elementen dienen niet vermeld te zijn, om een aankondiging als een reclamemiddel in de zin van het besluit te kunnen bestempelen”. Zie tevens NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 88; D. VAN GERVEN, “Het openbaar overnameaanbod, controlewijzigingen en de squeeze-out: het wettelijk kader”, in: EFE, *De nieuwe regels op het*

uitgifteverrichting beoogden aan te kondigen of aan te bevelen en die gericht waren tot meer dan 50 personen in België¹⁷⁹⁰ buiten de “institutionele of professionele beleggers”¹⁷⁹¹, (ii) het beroep op of de tussenkomst van één of meer bemiddelaars¹⁷⁹², andere dan de “erkende bemiddelaars” (of tenzij deze bemiddelaars zich voor het verwezenlijken van de uitgifteverrichting in België slechts zouden wenden tot één van de “erkende bemiddelaars”)¹⁷⁹³, en/of (iii) het solliciteren, door de emittent of voor zijn rekening, van meer dan 50 personen buiten de “institutionele of professionele beleggers”¹⁷⁹⁴. Daarnaast werd voorzien in een *safe harbour* regeling : indien bepaalde criteria voldaan waren, was een verrichting per definitie *niet* openbaar, zonder dat dit nog kon worden weerlegd op grond van de feitelijke gegevens van het dossier¹⁷⁹⁵. Een verrichting was meer bepaald niet openbaar indien aan ten

openbaar bod tot aankoop, tot omruiling en uitkoop, 10 mei 2000, 23. Berichten die werden bekendgemaakt na de verrichting, zoals met name de “tombstones” waarbij de modaliteiten van een verrichting die in principe is afgesloten, worden bekendgemaakt, vormden normaliter geen reclame in de zin van het besluit (zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1986-1887*, 107-108; zie evenwel enkele nuances in G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 459, nr. 21). Gewone notoriëteitsberichten werden eveneens niet als “reclame” beschouwd aangezien deze geen betrekking hadden op een verrichting (idem, 459, nr. 22).

¹⁷⁹⁰ Het nationaliteit van het doelpubliek was in beginsel irrelevant. Het enige criterium was of de reclamemiddelen wel of niet gericht waren op een doelpubliek in België. Zie G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 462, nr. 27 (zie tevens 457, nr. 16). Zie eveneens M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, 329, nrs. 683 e.v.; M. TISON, “Strafrechtelijke aspecten van het beroep op het spaarders- en beleggerspubliek”, *T.B.H.*, 1997, 62-68, 64, nr. 49; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 189.

¹⁷⁹¹ Art. 2, eerste lid, 1° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999. De “professionele beleggers” werden gedefinieerd in art. 3, 2° van het koninklijk besluit en omvatten, samengevat, onder meer (enkele bijzondere, inmiddels grotendeels afgeschafte statuten, nagelaten): (i) de Staat, de Gewesten en de Gemeenschappen; (ii) de Europese Centrale Bank, de Nationale Bank van België, het Rentenfonds, het Beschermingsfonds voor deposito’s en financiële instrumenten en de Deposito- en Consignatiekas; (iii) de Belgische en buitenlandse kredietinstellingen (wet van 22 maart 1993); (iv) de Belgische en buitenlandse beleggingsondernemingen waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten in de zin van artikel 46, 1°, van voornoemde wet van 6 april 1995; (v) de instellingen voor collectieve belegging; (vi) de verzekeringsondernemingen en instellingen bedoeld in artikel 2, §§ 1 en 3, van de wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen; (vii) de buitenlandse verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen die niet in België werkzaam zijn, en de Belgische en buitenlandse herverzekeringsondernemingen; (viii) de vennootschappen waarvan financiële instrumenten toegelaten zijn tot een gereguleerde markt of tot een andere buitenlandse, regelmatig werkende, erkende en voor het publiek toegankelijke markt, en waarvan het geconsolideerd eigen vermogen minstens 25.000.000 EUR bedraagt; en (ix) de vennootschappen, fondsen of andere gelijkaardige entiteiten naar buitenlands recht waarvan de voornaamste activiteit erin bestaat te beleggen in schuldinstrumenten of rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging en die zich daartoe financieren via uitgifteverrichtingen in België uitsluitend bestemd voor de personen en instellingen bedoeld hierboven of via uitgifteverrichtingen in het buitenland”. G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 471 e.v.; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 89.

¹⁷⁹² Een “bemiddelaar” was gedefinieerd als elke natuurlijke of rechtspersoon die “zelfs als tijdelijke of bijkomstige werkzaamheid, en in welke hoedanigheid ook, tegen vergoeding of voordeel van welke aard ook, bij een uitgifteverrichting rechtstreeks of onrechtstreeks optreedt voor rekening van de emittent” (art. 2, derde lid, koninklijk besluit van 7 juli 1999).

¹⁷⁹³ Art. 2, eerste lid, 2° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999. De uitgesloten instellingen betroffen, kort gezegd (en met sommige specifieke regels voor instellingen uit niet-EER lidstaten) : (i) de Nationale Bank van België; (ii) kredietinstellingen en (iii) beursvennootschappen en buitenlandse beleggingsondernemingen. Zie de gedetailleerde bespreking in G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 463-469; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 89; D. NAPOLITANO, “Het openbaar karakter van financiële verrichtingen”, *T.R.V.*, 2000, 57-58.

¹⁷⁹⁴ Art. 2, eerste lid, 3° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999.

¹⁷⁹⁵ Art. 3 van het koninklijk besluit van 9 juli 1999. D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 91, nr. 38.

minste één van de volgende voorwaarden voldaan was : (i) de verrichting vereiste een tegenprestatie van ten minste 250.000 EUR per belegger¹⁷⁹⁶, (ii) de verrichting was uitsluitend bestemd voor één of meer “institutionele of professionele beleggers” die voor eigen rekening handelden¹⁷⁹⁷, en (iii) de verkrijging van de effecten waarop de verrichting betrekking had, was een vereiste om toegang te krijgen tot een beroepsbedrijvigheid of was voor de uitoefening van die beroepsbedrijvigheid noodzakelijk¹⁷⁹⁸. Ten slotte bevatte het koninklijk besluit van 7 juli 1999 ook een uitlokkingsregeling. Met name werd met een openbare uitgifte gelijkgesteld : elk voorstel of elke reclame, gericht tot meer dan 50 personen behalve de “institutionele of professionele beleggers”, met als bedoeling “informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken in verband met al dan niet reeds gecreëerde effecten die het voorwerp uitmaken of zullen uitmaken van een al dan niet openbare uitgifte of verhandeling, indien dit voorstel of deze reclame uitgaat van een persoon die rechtstreeks of onrechtstreeks vanwege de emittent een vergoeding of een voordeel ontvangt bij de verwezenlijking van deze uitgifteverrichting”¹⁷⁹⁹.

439. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING NA DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Overeenkomstig de Prospectusrichtlijn werd dit systeem van opsomming – gekoppeld aan een aantal inhoudelijke criteria – vervangen door een definitie van “openbare aanbidding”¹⁸⁰⁰. Luidens art. 20 Prospectuswet vereist “[e]lke verrichting bedoeld in dit hoofdstuk [...] de voorafgaande publicatie van een prospectus”. De verwijzing naar “verrichtingen bedoeld in dit hoofdstuk” moet samengelezen worden met art. 17 Prospectuswet, namelijk : “[d]it hoofdstuk is van toepassing op elke openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten op het Belgische grondgebied [...]”¹⁸⁰¹. Daarmee wordt – op een complexe wijze – art. 3.1 Prospectusrichtlijn geparafraseerd. Luidens

¹⁷⁹⁶ Vreemd genoeg was dit bedrag reeds sinds 1969 hetzelfde. Zie met name art. 1, *in fine* koninklijk besluit 12 november 1969 betreffende de publieke aard van verrichtingen, strekkend tot het aantrekken van spaargelden: “Dit artikel vindt geen toepassing wanneer de verrichting bestaat in een occasionele inschrijving of verkrijging die, voor eenzelfde waarde, betrekking heeft op een effectief bedrag van ten minste 10 000 000 frank”. In de periode tussen 1969 en 1999 (en eigenlijk correcter, 1 juli 2006, nl. de datum van de inwerkingtreding van de Prospectuswet) is er een gestage erosie van deze drempel opgetreden. Zoals we verder zullen zien, heeft de veel lagere drempel van 50.000 EUR van de Prospectusrichtlijn de reeds geërodeerde drempel van 250.000 EUR ten slotte vervangen.

¹⁷⁹⁷ De vereiste dat zij voor eigen rekening handelden, was essentieel (zie G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 472; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 92). In de praktijk werd er in sommige gevallen zelfs voor gekozen om de beleggers die beroep deden op deze *safe harbour* te laten verklaren dat zij “voor eigen rekening” handelden.

¹⁷⁹⁸ Zie in dat opzicht COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIËWEZEN, *Jaarverslag 1994-1995*, 88-90.

¹⁷⁹⁹ Art. 7 van het koninklijk besluit van 9 juli 1999. Met deze wetsbepaling werd beoogd om wetsontduiking te verhinderen (G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445-510, 490-491). Centraal staat het aspect vergoeding. De uitlokkingsbepaling is met name niet gericht op de activiteit van financiële analisten, beleggingsadviseurs, vermogensbeheerders, of journalisten die onafhankelijk zijn van de emittent of de personen die belast zijn met het plaatsen van de effecten: “[d]e enige bedoeling is om de activiteit te vatten die, onder het mom van een voorstel tot advies, er in feite toe strekt over te gaan tot een echt beroep op het spaarwezen” (idem, 491). Notoriëitsreclame was evenwel toegestaan (zie L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 109 : “Hoewel ook onder het oude recht uitlokking verboden was [...], werd in de Belgische praktijk traditioneel het voornemen van een onderneming tot een IPO relatief lang op voorhand bekendgemaakt, meestal n.a.v. interviews met de pers, en zonder dat daarbij verdere details over de intenties werden gegeven. Vaak gaat het om ondernemingen die reeds belangrijke inspanningen leveren op het vlak van notoriëitsreclame, o.m. om hun algemene financieringsopties te ondersteunen, waaronder, waarom niet, een IPO”).

¹⁸⁰⁰ B. CLERCKX, “Introduction à la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 1, op 5-6.

¹⁸⁰¹ M. DUPLAT en Ph. LAMBRECHT, “Les offres publiques d’instruments de placement et l’exigence des prospectus en droit belge : examen de la loi du 16 juin 2006”, *R.P.S.*, 2007, 149-262, 185 e.v.; P. DELLA FAILLE, “La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier”, *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38, op 6 en 9; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de

de Prospectuswet is een “openbare aanbieding” 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 beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten, *en die wordt verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon*¹⁸⁰². De Prospectuswet herneemt daarmee bijna woordelijk de definitie van de Prospectusrichtlijn, ware het niet dat de in cursief aangeduide passus een Belgische toevoeging is die niet in de Prospectusrichtlijn is terug te vinden. De Prospectuswet voegt daaraan toe dat éénieder die naar aanleiding van de aanbieding rechtstreeks of onrechtstreeks een vergoeding of voordeel ontvangt, wordt geacht te handelen voor rekening van de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen¹⁸⁰³. Hierop wordt verder ingegaan.

440. INHOUDELIJKE VERDUIDELIJKING VAN DEZE NOTIE. In de voorbereidende werken werd benadrukt dat, opdat er sprake zou kunnen zijn van “voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en over de aangeboden beleggingsinstrumenten”, het volstaat dat de belangrijkste kenmerken van de aanbieding worden beschreven en dat de prijs van de aanbieding is bepaald of kan worden bepaald¹⁸⁰⁴. De Belgische wetgever heeft met andere woorden voor een verbintenisrechtelijke invulling van de notie van de “voldoende informatie” gekozen¹⁸⁰⁵. In dezelfde logica bepaalt art. 27, §1 van de Prospectuswet dat, wanneer de definitieve prijs van de aanbieding en/of het definitieve aantal effecten dat aan het publiek zal worden aangeboden, niet in het prospectus kunnen worden vermeld, het prospectus ofwel de criteria en/of voorwaarden waarvan zal worden uitgegaan bij de vaststelling van bovengenoemde gegevens, ofwel de maximumprijs van de aanbieding moet vermelden¹⁸⁰⁶. Daarenboven moet het prospectus dat de maximumprijs van de aanbieding niet vermeldt, aangeven dat de aanvaarding van de aankoop van of de inschrijving op de effecten kan worden ingetrokken gedurende ten minste twee werkdagen na de publicatie van de definitieve prijs waartegen de effecten zullen worden aangeboden, en van het definitieve aantal effecten dat aan het publiek zal worden aangeboden (het zogenaamde “verzakingsrecht”). Op te merken valt dat de Prospectusrichtlijn aan de lidstaten de keuze laat om hetzij te eisen dat de criteria en/of voorwaarden of de maximumprijs van de

prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 201 e.v. ; M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 4; M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 6 e.v. ; K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, op 44-45.

¹⁸⁰² Eigen cursivering; art. 3, §1, eerste lid Prospectuswet.

¹⁸⁰³ Art. 3, §1, tweede lid Prospectuswet. Hiermee werd aansluiting gezocht met de voorheen bestaande reglementering. Zie : B. CLERCKX, “Introduction à la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 1, op 6-7 : “Le législateur a retenu ici la même formulation qu’à l’art. 7 de l’arrêté royal du 7 juillet 1999 [...] qui visait les propositions tendant à offrir des renseignements ou conseils”.

¹⁸⁰⁴ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 26.

¹⁸⁰⁵ D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 461-462 ; K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, op 46-47 ; L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 112-113. Deze laatste auteurs merken – o.i. terecht – op dat : “[d]it is een restrictieve visie : een voorgenoemen aanbieding wordt op deze wijze perfect ‘bespreekbaar’ zonder dat het reeds om een ‘openbare aanbieding’ gaat, als maar geen informatie over de prijs of elementen ter bepaling van de prijs wordt gegeven” (op 113). We gaan daar in de bespreking verder hieronder gedetailleerd op in.

¹⁸⁰⁶ De definitieve prijs waartegen de effecten zullen worden aangeboden en het definitieve aantal effecten dat aan het publiek zal worden aangeboden, worden bij de CBFA gedeponneerd en, wanneer de verrichting op het Belgische grondgebied wordt uitgevoerd, gepubliceerd conform art. 21 § 2, 3 en 5 Prospectuswet (art. 27.2 Prospectuswet).

aanbieding in het prospectus worden opgenomen, hetzij de beleggers het recht te verlenen om zich terug te trekken na de publicatie van de definitieve prijs (zie tevens verder hieronder)¹⁸⁰⁷. De Belgische wetgever heeft geopteerd voor een gemengde oplossing, waarbij het prospectus ten minste de criteria en/of voorwaarden dient te vermelden waarvan wordt uitgegaan bij de vaststelling van voornoemde gegevens, en waarbij, als het prospectus de maximumprijs van de aanbidding niet vermeldt, de beleggers het recht hebben zich terug te trekken. Dit werd verantwoord als “een compromis tussen de bescherming van de beleggers en de voor de financiële markten vereiste flexibiliteit” dat bovendien aansluit bij de marktpraktijk¹⁸⁰⁸. Dit betekent logischerwijze dat, indien aan voornoemde voorwaarden voldaan is, een zogenaamde “pink herring” prospectus¹⁸⁰⁹ – in tegenstelling tot een “red herring” prospectus – of een “blob” (of “prijs te bepalen”) prospectus reeds “voldoende informatie” zou bevatten om gekwalificeerd te kunnen worden als een openbare aanbidding indien de *disclaimer* duidelijk aangeeft dat geen aanbidding wordt gedaan of uitgelokt – zij het dat de beleggers het recht hebben te verzaken aan hun investeringsbeslissing. Er moet desalniettemin opgemerkt worden dat de wettekst deze mogelijkheid enkel voorziet in het geval de uitgevende instelling of de aanbieder de definitieve prijs niet kan vermelden (“*n’a pas la possibilité*”). Deze mogelijkheid is bijgevolg geen automatisme. Het is echter onduidelijk op welke wijze men kan aantonen dat de definitieve prijs niet gegeven kan worden, en hoe dwingend dit dan wel moet zijn; het ware o.i. wellicht beter geweest om te voorzien in een vrij keuzerecht. Ten slotte moet de Belgische invulling van de “openbare aanbidding”-notie in verband worden gebracht met de – strafrechtelijk gesanctioneerde¹⁸¹⁰ – uitlokkingsregeling die in zekere zin aansluit bij de hierboven vermelde traditionele regeling die voor de Prospectuswet in voege was¹⁸¹¹. Luidens art. 64 Prospectuswet is het immers verboden om op het Belgische grondgebied een mededeling te verrichten die gericht is aan meer dan 100 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn, *met de bedoeling informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken in verband met al dan niet reeds uitgegeven beleggingsinstrumenten die het voorwerp uitmaken of zullen uitmaken van een aanbidding tot verkoop of inschrijving*, wanneer deze mededeling wordt verricht door de persoon die in staat is om de betrokken beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, of door een persoon die voor rekening van laatstgenoemde persoon handelt, tenzij in één van de limitatief opgesomde situaties die zijn voorzien in art. 64 Prospectuswet¹⁸¹². Er is terecht

¹⁸⁰⁷ Art. 8.1 Prospectusrichtlijn; cf. tevens M.v.T. Prospectuswet, 51.

¹⁸⁰⁸ M.v.T. Prospectuswet, 51.

¹⁸⁰⁹ R. FENS, “Nieuwe Beursregels AEX”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 3, 39, op 40-41 en voetnoot 8 : “De ‘pink herring’ is een prospectus waarin het aantal te plaatsen aandelen alsmede de prijs waartegen resp. de prijsrange waarbinnen de effecten worden aangeboden nog niet worden vermeld. In de zgn. ‘red herring’ wordt gepubliceerd wat de prijsrange zal zijn en het maximum aantal te plaatsen aandelen”. Men verwijst om deze reden ook vaak naar de ‘red herring’ prospectus als een ‘voorlopig prospectus’ (of ‘*preliminary prospectus*’) dat typisch gebruikt zal worden in een *bookbuilding* procedure met het oog op het distilleren van een prijsvork voor de aanbidding. Zie vb. J.P. FRANX, “Inhoudelijke prospectusvereisten”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 349, op 365; R.E. DE ROOY, *Emissies op de Nederlandse markt*, 2003, Kluwer (131 p.), op 80; L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 105.

¹⁸¹⁰ Art. 69, 9° Prospectuswet : “Met gevangenisstraf van een maand tot een jaar en met een geldboete van 75 euro tot 15.000 euro of met een van die straffen alleen wordt gestraft : eenieder die het in artikel 64 bedoelde verbod bewust miskent”.

¹⁸¹¹ Cf. M.v.T. Prospectuswet, 77-78.

¹⁸¹² Het gaat meer bepaald om de volgende vier situaties (waar een uitlokking bijgevolg wettelijk is toegelaten) : (i) de aanbidding van effecten heeft met een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 EUR per belegger en per afzonderlijke aanbidding, met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR of met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR, (ii) de beleggingsinstrumenten kunnen het voorwerp uitmaken van een prospectus-vrijgestelde openbare aanbidding op het Belgische grondgebied, (iii) bij de autoriteit die bevoegd is om het prospectus bij een openbare aanbidding goed te keuren, is een voorafgaand verzoek ingediend tot goedkeuring van het prospectus of tot vrijstelling van de prospectusplicht en deze autoriteit heeft zich hier nog niet over uitgesproken, of (iv) het prospectus voor een openbare aanbidding is op geldige wijze goedgekeurd door de CBFA of door de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte en is gepubliceerd. Voor een kritische analyse van deze uitzonderingsgronden (en de impact daarvan op de praktijk), zie L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 113-116. In de IPO praktijk zal in het bijzonder de derde

opgemerkt dat een *disclaimer* die de lezer informeert over het feit dat een mededeling niet mag worden beschouwd als een openbare aanbieding in principe waardeloos is¹⁸¹³.

441. BELGISCHE TOEVOEGING. Zoals hierboven aangegeven, worden de twee bestanddelen van de Europeesrechtelijke definitie overgenomen, maar voegt de Belgische wetgever daar vreemd genoeg nog een bijkomende voorwaarde toe¹⁸¹⁴. Zo moet de mededeling, in de Belgische Prospectuswet, uitgaan van een persoon die “in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon”¹⁸¹⁵. Aangezien in beginsel elkeen de mededeling die tot een openbare aanbieding aanleiding kan geven, kan doen, is het niet geheel duidelijk welke betekenis aan deze “Belgische toevoeging” dient gegeven te worden. De implicaties ten aanzien van de uitgevende instellingen zijn relatief eenduidig. In de Belgische regeling zal een openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten slechts mogen uitgaan van de persoon die tevens ook in staat is om de aangeboden beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen. Het is in dat opzicht evenwel onduidelijk of “in staat zijn” een juridisch of feitelijk criterium behelst en bovendien is de betekenis van “overdracht” niet precies omlijnd; de Prospectuswet heeft het immers niet over het orgaan dat de beleggingsinstrumenten kan uitgeven¹⁸¹⁶. Ten aanzien van derden zijn de gevolgen van de “Belgische toevoeging” nog minder duidelijk. Men dient immers precies te kunnen afbakenen welke derden kunnen gekwalificeerd worden als “optredend voor rekening van” uitgevende instellingen of aanbieders. De wetgever heeft de noodzaak hiervan ook ingezien. Om deze reden werd een vermoeden ingevoegd in artikel 3 § 1, tweede lid Prospectuswet. Luidens deze bepaling wordt “[e]nieder die naar aanleiding van de aanbieding rechtstreeks of onrechtstreeks een vergoeding of voordeel ontvangt, [...] geacht te handelen voor rekening van de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen”. De wetgever had met deze bepaling voor doel om ten aanzien van bepaalde derden zekerheid te scheppen, zoals onder meer journalisten, analisten die niet gerelateerd zijn aan leden van het plaatsingssyndicaat, en beleggingsadviseurs voor zover deze naar aanleiding van de aanbieding niet rechtstreeks of onrechtstreeks door de uitgevende instelling of de aanbieder worden vergoed¹⁸¹⁷.

uitzondering van belang zijn. De stelling van VAN BEVER EN BOGAERTS dat een beleefdheidsbezoek aan de CBFA of een informele vergadering wellicht niet volstaat, moet o.i. op basis van een lezing van de tekst van art. 64 Prospectuswet bijgetreden worden (*contra* P. DELLA FAILLE, “La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier”, *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38, op 11, nr. 18 : “[...] si un prospectus a été soumis, *que ce soit de manière formelle ou informelle*, à la CBFA”; eigen cursivering). O.i. moet deze uitzondering strikt worden gelezen, en slaat deze op het goedkeuringsdossier dat bij de CBFA op grond van art. 32 Prospectuswet (of de equivalente procedure in een andere lidstaat) moet worden ingediend om de goedkeuring door de CBFA van een prospectus te bekomen. Het is pas vanaf dat ogenblik dat uitlokkingsmededelingen mogen worden verspreid, en dit uiterlijk tot het ogenblik dat de openbare aanbieding plaatsvindt. In de praktijk zal men een grote mate van voorzichtigheid aan de dag moeten leggen. Dergelijke uitlokkingsmededelingen mogen immers zelf geen aanleiding geven tot een openbare aanbieding; in het geval dat zou worden geoordeeld dat dergelijke mededeling een “openbare aanbieding” uitmaakte, had op dat ogenblik reeds een prospectus moeten zijn goedgekeurd en gepubliceerd. De uitlokkingsmededelingen zijn o.i. ook niet te kwalificeren als reclame die is onderworpen aan voorafgaande goedkeuring door de CBFA aangezien art. 57 Prospectuswet de reclameregeling uitdrukkelijk enkel van toepassing verklaart op openbare aanbiedingen.

¹⁸¹³ K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, op 48 : “Indien de mededeling *in concreto* beantwoordt aan de definitie van de Prospectuswet, zal zij als een openbare aanbieding aanzien worden”.

¹⁸¹⁴ P. DELLA FAILLE, “La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier”, *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38, op 11; M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 11; M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 12.

¹⁸¹⁵ Zie de randnummers hierboven.

¹⁸¹⁶ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 187.

¹⁸¹⁷ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 27. Zie tevens P. DELLA FAILLE, “La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier”, *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38, op 11 : “Elle vise également à permettre à un intermédiaire, qui se

442. IS DEZE BELGISCHE TOEVOEGING TERECHT? – KRITIEK OP DE BELGISCHE RECHTSLEER. De auteurs DUPLAT EN LAMBRECHT stellen omtrent deze Belgische toevoeging dat “[c]e faisant, à l’instar de ce qui a été réalisé dans d’autres Etats membres, le législateur belge précise de manière heureuse la portée de la définition d’offre publique”, dans un sens qui la rapproche de l’esprit du texte initialement proposé par la Commission européenne pour la directive 2003/71/CE, lequel se référait explicitement à un objectif de vente ou de souscription. [...]”¹⁸¹⁸. FRANTZEN verwijst in dezelfde context naar Luxemburg, en stelt dat verwacht kan worden dat ook andere lidstaten soortgelijke verhelderingen zullen opnemen¹⁸¹⁹. We zijn het met dergelijke zienswijzen oneens. Ten eerste is deze Belgische toevoeging louter symptomatisch : het is immers een poging om een aantal gevolgen van de hierboven in detail geschetste problematiek in verband met de definitieve plaatsing te neutraliseren, zonder dat deze problematiek fundamenteel wordt opgelost. We verwijzen wat dat betreft naar de uitgebreide analyse hierboven (zie 2.2.3.(2)). Ten tweede is het enige instrument dat omgezet moest worden, de Prospectusrichtlijn, en niet het Oorspronkelijk voorstel noch het Gewijzigd voorstel. Het is bijvoorbeeld niet duidelijk hoe de Belgische toevoeging moet worden samengelezen met de in de Prospectusrichtlijn gehanteerde notie van de “financiële intermediairs” : is deze laatste notie ruimer dan het Belgische “optredend voor rekening van”, of is het juist beperkter, en in welke mate is dat het geval? De auteurs van de Belgische Prospectuswet hebben o.i. de diverse Lamfalussy niveaus verward. Indien er nuttige wijzigingen aan te brengen zijn aan de definitie van de “openbare aanbieding” – en die zijn er, zoals verder hieronder eens te meer zal blijken – dienen deze te worden aangebracht via Lamfalussy niveau 2 of 3 of via amendementen aan de bestaande niveau 1 Prospectusrichtlijn. Indien elke lidstaat bij de omzetting van de niveau 1 richtlijn dergelijke “toevoegingen” zou aanbrengen, zou een geharmoniseerde notie immers volkomen illusoir riskeren te worden en wordt potentieel afbreuk gedaan aan de integratie van de financiële markten en de efficiëntie van de intermediatie. Ten derde is het – op basis van ons onderzoek – fout te stellen dat andere lidstaten een dergelijke fundamentele beperking eveneens hebben toegevoegd. Zoals verder zal blijken, heeft de Franse wetgever op betwistbare wijze de Prospectusrichtlijn omgezet, maar de andere onderzochte jurisdicties hebben de Prospectusrichtlijn – en haar centrale noties – wel nauwgezet omgezet. Bovendien werden in het Verenigd Koninkrijk soortgelijke toevoegingen uitdrukkelijk van de kaart geveegd tijdens de omzettingswerkzaamheden. Zo rees bij de consultatie aldaar de vraag dat “respondents were concerned that the definition might unintentionally capture parties who were presenting financial information to the public, but not in the context of offering securities; for example, a journalist writing for a financial publication”¹⁸²⁰. De UK TREASURY stelde hieromtrent dat : “[w]hilst the Treasury accepts that nowhere in the legislation does it specifically state that such parties are not intended to be caught within the definition, it is not convinced

contente de communiquer à ses clients des informations relatives à une opération en cours, d’être considéré comme faisant une offre publique. Il est cependant vraisemblable que, dans cette hypothèse, ledit intermédiaire percevra, à tout le moins indirectement, un avantage à l’occasion de l’offre. Il nous semble par conséquent qu’il faut comprendre que, pour que ledit intermédiaire puisse être considéré comme faisant une offre publique, il doit être rémunéré directement par l’offreur ou par l’émetteur”. Zie verder J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 10.

¹⁸¹⁸ M. DUPLAT en Ph. LAMBRECHT, “Les offres publiques d’instruments de placement et l’exigence des prospectus en droit belge : examen de la loi du 16 juin 2006”, *R.P.S.*, 2007, 149-262, 154.

¹⁸¹⁹ J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 10 : “Le maintien d’une telle précision dans le texte définitif de la directive aurait – judicieusement – permis d’exclure certaines communications qui, tout en répondant formellement à la définition retenue par la directive, échappent incontestablement à cette dernière en raison de leur nature ou de leurs objectifs. On peut notamment songer à cet égard aux communications faites par les journalistes, les analystes ou des organismes tels que Bloomberg ou Reuters, dont l’objectif consiste à informer l’investisseur, et non vendre ou proposer des titres à la vente ou à la souscription. *On s’attend à ce que des États membres introduisent des réserves en ce sens dans leur réglementation nationale. Le législateur luxembourgeois a par exemple indiqué dans un commentaire de sa loi nationale visant à transposer la directive, que la simple communication d’informations sur un titre ou un émetteur sans qu’il n’y ait de titres proposés à l’achat ou à la souscription ne peut être assimilée à une offre au public*” (eigen cursivering).

¹⁸²⁰ HM Treasury, “Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses” (8 p.), op 3, zie nr. 2.1.

that its proposed definition of “public offer” would, in reality, prove problematic in such cases. The Treasury believes that, in such circumstances, no offer of securities is being made to the public. Rather, information is simply being presented to them for illustrative or informative purposes only. The Regulations have therefore remained unchanged in this respect”¹⁸²¹. De verwijzing naar de Luxemburgse wet is overigens maar half juist. De Luxemburgse omzettingwet (*Loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières*) volgt in art. 2.1.1 getrouw de definitie van de Prospectusrichtlijn¹⁸²². De CSSF van haar kant heeft evenwel in twee circulaire’s uitdrukkelijk te kennen gegeven dat de eenvoudige mededeling van informatie over een uitgevende instelling of een effect – zonder dat effecten worden aangeboden – niet kan worden beschouwd als een aanbieding¹⁸²³. De CSSF geeft daarvan twee voorbeelden, met name de journalist die een artikel schrijft of een analyst die een rapport publiceert omtrent een uitgevende instelling of een effect¹⁸²⁴.

443. DRIE KRITISCHE VRAGEN. Bovendien is de Belgische toevoeging weinig gelukkig¹⁸²⁵. Er kunnen drie vragen van legistische aard gesteld worden¹⁸²⁶. De eerste vraag betreft de reikwijdte van het vermoeden. De notie “vergoeding”, en vooral de notie “voordeel” is potentieel bijzonder ruim. Een “voordeel” (“un avantage”) omvat o.i. niet alleen vergoedingen, maar ook alle elementen die op heden of in de toekomst voordeel kunnen opleveren voor de derde¹⁸²⁷. Zo moet het voordeel niet noodzakelijk

¹⁸²¹ Idem, 3, nr. 2.2.

¹⁸²² Een “offre au public de valeurs mobilières” wordt in dat artikel gedefinieerd als “une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l’offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d’acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières. Cette définition s’applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers”. Dat is quasi-woordelijk de definitie van de Prospectusrichtlijn.

¹⁸²³ CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 8 : “Lorsque l’offre est annoncée de manière plus générale à un nombre indéfini d’investisseurs, la mention de la période pendant laquelle l’offre est ouverte ainsi que l’indication des institutions et établissements auprès desquels le public peut accepter l’offre confèrent à une annonce une qualité indéniable d’offre au public. *Par contre, la simple communication d’informations sur un titre ou un émetteur, sans qu’il y ait des titres proposés à l’achat ou à la souscription, ne saurait être assimilée à une offre au public*” (eigen cursivering). Zie tevens CSSF, Circulaire 5/195, “Entrée en vigueur de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières”, 18 juli 2005, 6 : “Le commentaire des articles de la Loi Prospectus précise aussi, à juste titre, que la simple communication d’informations sur un titre ou un émetteur sans qu’il y ait des titres proposés à l’achat ou à la souscription ne saurait être assimilée à une offre au public. Il est nécessaire que la communication d’informations soit faite en rapport avec une offre de titres”.

¹⁸²⁴ CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 8 : “Dans cet esprit, un article de journal rédigé par un journaliste ou un rapport d’un analyste portant sur une valeur mobilière et/ou un émetteur ne tombent pas sous la définition en question”. O.i. toont het eerste voorbeeld precies aan dat deze verduidelijking onnodig is. Een artikel van een journalist in de krant omtrent een uitgevende instelling kan in principe immers geen aanbieding aan het publiek omdat er geen “voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten”. Het laatste voorbeeld toont daarentegen aan dat de verduidelijking ook in Luxemburg potentieel te ver zal rijken. Het kan immers dat bepaalde analistenverslagen die onder het publiek worden verspreid wel degelijk bedoeld zijn of als resultaat hebben dat beleggers hierop een beleggingsbeslissing maken.

¹⁸²⁵ Zie, in dezelfde zin, M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 11; M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d’instruments de placement et les admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006, 15.

¹⁸²⁶ De bespreking hierna neemt gedeeltelijk de kritiek over die we eerder hebben geuit in J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 187.

¹⁸²⁷ K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, 49 : “De vraag is of de gangbare praktijk van bepaalde indirecte vergoedingen zoals inducements, retrocessies en soft commissions, of van niet geldelijke vergoedingen (bv. betaald door emittenten of aanbieders aan beleggingsadviseurs, beleggingsondernemingen of kredietinstellingen voor het aanraden van hun effecten of voor [...] het investeren van cliëntengelden in hun producten) voldoende zijn om communicaties naar cliënten door de desbetreffende financiële tussenpersonen te beschouwen als een openbaar

gegeven worden door de uitgevende instelling of aanbieder zelf. Het is ook niet vereist dat de derde partij in kwestie het voordeel nastreeft en het kan zelfs zijn dat de derde zich niet eens bewust is van het voordeel. De vraag rijst in welke mate naast het objectieve karakter van het vermoeden subjectiviteit is toegelaten: geldt met name een element dat door de derde als voordeel wordt aanzien, maar dat zulks objectief niet noodzakelijk is, als een voordeel in de zin van artikel 3 § 1, tweede lid Prospectuswet? Ofschoon de wettekst wat dit betreft geen antwoord biedt, zouden wij ervoor pleiten om dit begrip tot een louter objectief criterium te beperken. Ten tweede kan men zich afvragen of dit vermoeden van weerlegbare of onweerlegbare aard is¹⁸²⁸. Noch de wettekst, noch de voorbereidende werken spreken zich hierover uit. Op basis van de wettekst en de doelstellingen van de wetgever, blijkt het dat het hier gaat om een vermoeden van onweerlegbare aard. Vanaf het ogenblik dat kan aangetoond worden dat op een of andere wijze een voordeel wordt ontvangen in het kader van de verrichting, treedt deze persoon op “voor rekening van” de uitgevende instelling of aanbieder. Een derde vraag betreft de mate van zekerheid die door deze bepaling aan derden – bijvoorbeeld journalisten – wordt gegeven. Indien men de tekst van artikel 3 §1, tweede lid Prospectuswet letterlijk leest, heeft de wetgever nagelaten voor deze derden een echte “veilige haven” te creëren: het vermoeden heeft een eenrichtingskarakter gezien er nergens letterlijk bevestigd wordt dat een derde die geen voordeel haalt of vergoeding krijgt, geacht wordt “niet voor rekening van” de uitgevende instelling of aanbieder op te treden. Het is daarenboven delicaat art. 3, §1 Prospectuswet toe te passen op de financiële instellingen die de uitgevende instelling of de aanbieder in het kader van een op handen zijnde verrichting bijstaan. Ofschoon deze niet zelf in staat zijn om de aangeboden beleggingsinstrumenten uit te geven, is het de vraag of zij in staat kunnen worden geacht om de beleggingsinstrumenten “over te dragen”. Zoals hierboven aangegeven, is het immers onduidelijk of “in staat zijn” een juridisch of feitelijk criterium behelst, en bovendien is de betekenis van “overdracht” niet precies omljnd en om die reden moeilijk terug te koppelen aan de underwriting rol van financiële instellingen in de praktijk. Bovendien rijst in de context van eventuele *selling restrictions* (zie 2.2.3.(2)) de vraag of financiële instellingen die zich aan dergelijke *selling restrictions* houden, moeten geacht worden “in staat” te zijn de effecten over te dragen. De Belgische Prospectuswet biedt geen antwoord op deze nochtans pertinente vragen. In elk geval zullen financiële instellingen, indien ze een vergoeding of voordeel ontvangen, geacht worden te handelen voor rekening van de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen. Voor financiële instellingen – die het risico op prospectusaansprakelijkheid maximaal willen beperken en niet via een communicatie of lek ook zelf een openbare aanbieding willen veroorzaken – komt het er daarom op aan hun mededelingen uitdrukkelijk aan te merken als reclame in het kader van een openbare verrichting die enkel op gang wordt gebracht door de uitgevende instelling of aanbieder. Eén en ander kan voor Belgische doeleinden zo in de *underwriting agreement* te worden gestipuleerd¹⁸²⁹. Nogmaals kan worden benadrukt dat dit potentieel afbreuk doet aan de financiële integratie en de efficiëntie van de financiële intermediaatie. De Belgische toevoeging dient o.i. om deze reden bekritiseerd te worden.

beroep op het spaarwezen”.

¹⁸²⁸ M. DUPLAT en Ph. LAMBRECHT, “Les offres publiques d'instruments de placement et l'exigence des prospectus en droit belge : examen de la loi du 16 juin 2006”, *R.P.S.*, 2007, 149-262, 154.

¹⁸²⁹ Daarnaast stelt zich de vraag of een openbare mededeling die voldoet aan alle voorwaarden voor een openbare aanbieding, maar wordt gedaan door een persoon die niet in staat is om beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, en/of niet voor rekening van de uitgevende instelling handelt, dan geen openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten zou inhouden. Men denke bijvoorbeeld aan het geval waarbij een persoon die een openbare aanbieding doet, daartoe op generlei wijze in staat of gemachtigd is. Het komt ons voor dat, volgens artikel 3 § 1 van de Prospectuswet, in dergelijk geval een tekstueel argument bestaat dat erop wijst dat dergelijke mededeling geen openbare aanbieding zou uitmaken. Indien deze lezing correct blijkt, kan dit in het bijzonder problemen stellen in frauduleuze gevallen waarbij het klaar en duidelijk is dat een daartoe niet gemachtigde persoon het publiek tracht aan te spreken met een potentiële belegging. Weliswaar kunnen zulke mededelingen misleidende reclame uitmaken of kunnen ze geïnterpreteerd worden als uitlokking (artikel 64 Prospectuswet), maar niettemin menen we dat de Belgische wetgever door deze toevoeging ongewild een deur heeft opengezet die beter gesloten was gebleven. Zie, in dezelfde zin, M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 11.

444. VERDERE TOEVOEGING – LOUTERE MEDEDELING OF AANVAARDING. Aan deze algemene regel voegt de Prospectuswet ten slotte nog toe dat de loutere mededeling op het Belgische grondgebied – door een in België gevestigde financiële tussenpersoon aan cliënten die deze hun beleggingsinstrumenten in bewaring hebben gegeven – dat er buiten het Belgische grondgebied een openbare aanbidding wordt uitgebracht, teneinde hen in staat te stellen hun rechten als houder van de betrokken beleggingsinstrumenten uit te oefenen, niet als een openbare aanbidding wordt beschouwd¹⁸³⁰. Deze toevoeging was niet voorzien in de Prospectusrichtlijn en is nu voorbijgestreefd aangezien CESR sinds februari 2007 in de *Frequently Asked Questions* bepaalt dat : “CESR considers that a communication of a custodian bank informing its clients in one Member State about their pre-emption rights in relation to a public offer of new shares taking place in another Member State or in a third country does not mean that the custodian is making a public offer in the former Member State”¹⁸³¹. Een gelijkaardige uitzondering geldt voor de loutere aanvaarding – door de uitgevende instelling van de betrokken beleggingsinstrumenten – van de inschrijvingen van Belgische ingezetenen in het kader van de uitoefening van de voormelde rechten¹⁸³². De wetgever had met deze twee uitzonderingen tot doel om de rechtszekerheid te vergroten voor uitgevende instellingen en financiële tussenpersonen die ten aanzien van Belgische ingezetenen dergelijke mededelingen doen zonder in België een prospectus beschikbaar te stellen¹⁸³³. Bovendien moeten deze uitzonderingen helpen voorkomen dat de Belgische ingezetenen van deelname aan dergelijke verrichtingen worden uitgesloten door de invoering van *selling restrictions* in het prospectus¹⁸³⁴. Het weze daarentegen beklemtoond dat deze uitzonderingen niet gelden voor vennootschappen die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt¹⁸³⁵.

¹⁸³⁰ Art. 3 § 4, 1° Prospectuswet. Hiermee werd aansluiting gezocht met de voorheen bestaande reglementering. Zie : B. CLERCKX, “Introduction à la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 1, op 7 : “Il s’agit là en partie d’une évidence, mais il a paru prudent au législateur de le confirmer explicitement dans la loi afin de lever toute ambiguïté sur une question qui a longtemps préoccupé le secteur des intermédiaires financiers”.

¹⁸³¹ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 23. CESR voegt daar de volgende voorwaarden aan toe : “[s]uch a communication would constitute a public offer by the custodian only if it meets the following two conditions: It provides to the shareholders with the terms of the offer and the shares that would enable them to decide to subscribe the shares and It acts on behalf of the offeror or issuer when making such a communication” (op 23).

¹⁸³² Art. 3 § 4, 2° Prospectuswet. K. VANDERHEYDEN, “De prospectusplicht”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 29, 48.

¹⁸³³ M.v.T. Prospectuswet, 28. Deze precisering was volgens de wetgever noodzakelijk aangezien Belgische ingezetenen aandelen kunnen kopen op ongeacht welke buitenlandse markt. In zekere zin werd daarmee aansluiting gezocht bij een eerdere praktijk die sinds 2004 uitdrukkelijk toegelaten was door de CBFA (zie CBFA, *Jaarverslag 2004*, 71 : “In het voorbije jaar pakte de Commissie nog een andere problematiek aan, namelijk de houding die Belgische tussenpersonen dienen aan te nemen ten opzichte van hun klanten bij verrichtingen die door buitenlandse bedrijven worden opgezet en die bestemd zijn voor de bestaande aandeelhouders, maar die niet openstaan voor het publiek in België. De Commissie meent dat het feit dat deze tussenpersonen hun klanten op de hoogte brengen en hun inschrijvingen inzamelen niet volstaat om de verrichting een openbaar karakter te geven in België, voor zover deze tussenpersonen geen rechtstreekse of onrechtstreekse vergoeding krijgen van de bieder of de emittent voor een inschrijving aan hun loketten”). Zie tevens J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, in *DAOR*, 2006, 77, 3, 10.

¹⁸³⁴ M.v.T. Prospectuswet, 28. Hiermee werd aansluiting gezocht met de voorheen bestaande reglementering. Zie : B. CLERCKX, “Introduction à la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d’instruments de placement et aux admissions d’instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, in : X., *Openbare aanbidding en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 1, op 7.

¹⁸³⁵ Dergelijke vennootschappen zijn immers in principe verplicht zijn om elke kapitaalverhoging met voorkeurrecht in België open te stellen ingevolge het beginsel van de gelijke behandeling van de aandeelhouders (cf. art. 4 van het K.B. van 31 maart 2003 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt) (M.v.T. Prospectuswet, 28-29).

2.3.2. Analyse van de omzettingsbenadering in Nederland

445. CONTRAST MET DE OUDE REGELGEVING. Vanaf 1914 tot 1985 bestond in Nederland in wezen één wet van publiekrechtelijke aard – de Beurswet 1914¹⁸³⁶ – waarbij de effectenbeurzen, en de effectenhandel op deze beurzen, onder het toezicht van de overheid waren gebracht¹⁸³⁷. Pas in 1985 trad de Wet effectenhandel (Weh)¹⁸³⁸ in werking, met als voornaamste doelstelling dat “het belegend publiek erop moet kunnen vertrouwen dat diegenen die effecten aanbieden [...] aan redelijke eisen voldoen van o.m. informatieverstrekking, deskundigheid, betrouwbaarheid en bedrijfsvoering”¹⁸³⁹. De wet introduceerde het begrip “besloten kring” (zie hieronder) waarbij aanbiedingen van effecten in of vanuit Nederland buiten een besloten kring aan toezichtsregels werden onderworpen¹⁸⁴⁰. In 1992 hief de Wet toezicht effectenverkeer (Wte)¹⁸⁴¹ de voorheen bestaande effectenregulering op : de Wte zou voortaan in principe het gehele beurs- en effectenrecht omvatten¹⁸⁴². De Wte breidde de regeling van de Weh ook uit tot het in het vooruitzicht stellen van een aanbieding door middel van advertenties of documenten¹⁸⁴³. Na de omzetting van onder meer Richtlijn 93/22/EG werd de Wte op 31 december 1995 vervangen door de Wte 1995¹⁸⁴⁴. Hoewel op gezette tijdstippen geamendeerd, zou dit de toepasselijke wet blijven tot de Wet financieel toezicht (Wft) (zie eveneens hieronder)¹⁸⁴⁵.

446. DEBAT IN DE NEDERLANDSE DOCTRINE OMTRENT DE “AANBIEDING” IN DE ZIN VAN ART. 3, EERSTE LID WTE 1995. Art. 3, eerste lid Wte 1995 verbood het in of vanuit Nederland bij uitgifte aanbieden van effecten buiten een besloten kring, alsook het in het vooruitzicht stellen van een

¹⁸³⁶ Stb. 1914, 445. Zie hieromtrent W.C.L. VAN DER GRINTEN en S.C.J.J. KORTMANN, “De Wet toezicht effectenverkeer (Wte)”, in : W.C.L. VAN DER GRINTEN, S.C.J.J. KORTMANN en S. PERRICK, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Kluwer-Deventer, 1994 (70 p.), 1-20 op 1-3; M.J.J.P. LUCHTMAN, *Grensoverschrijdende sfeercumulatie – Over de handhavingssamenwerking tussen financiële toezichthouders, fiscale autoriteiten en justitiële autoriteiten in EU-verband*, Proefschrift ter verkrijging van de graad van Doctor, Nijmegen, Wolf Legal Publishers (WLP), 2007 (799 p.), 115 e.v.

¹⁸³⁷ W.H.C. SCHUKKING, *Beurswetgeving. Wettelijke regeling van effectenhandel, beurs- en emissiewezen*, 1947, 181 e.v.; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 5 e.v. Deze Beurswet 1914 werd evenwel aangevuld door een Beschikking Beursverkeer 1946 waarin bepaald werd dat alleen met toestemming van de bevoegde minister findsen tot de notering mochten worden toegelaten (C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *o.c.*, 5). Daaraan moet worden toegevoegd dat vanaf 1928 artt. 1416a-1416d B.W. (de huidige bepalingen 6:194-196 BW) een regeling bevatten inzake prospectusaansprakelijkheid.

¹⁸³⁸ Stb. 1985, 570. De Memorie van Toelichting van deze wet motiveerde dit als volgt (M.v.T., 18759, november 1984, 11-12) : “De aanbieding van effecten buiten een besloten kring bij uitgifte dient gepaard te gaan met de verkrijgbaarstelling van een prospectus dat voldoet aan een aantal minimum eisen. De belegger moet zich een oordeel kunnen vormen over de uitgevende instelling en over de rechten welke aan de effecten verbonden zijn. [...] Ook indien uitgegeven effecten worden geplaatst bij tussenpersonen en deze tussenpersonen de effecten na een bepaalde periode buiten een besloten kring aanbieden (in dit geval is er geen sprake van uitgifte en zou ook geen sprake zijn van bemiddeling) dient ter zake van dit aanbod een prospectus verkrijgbaar te worden gesteld. De voornoemde constructie komt in de praktijk vaak voor en zou zonder nadere regeling een ontduikingsmogelijkheid kunnen bieden” (zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL en F.J.P. VAN DEN INGH, *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, 1996, Kluwer-DeVenter (478 p.), 199.

¹⁸³⁹ *Kamerstukken II*, 1984-1985, 18.750, nrs. 1-3.

¹⁸⁴⁰ L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 9; zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 9.

¹⁸⁴¹ Stb. 1991, 141.

¹⁸⁴² *Kamerstukken II*, 1988-1989, 21.038, nr. 3.

¹⁸⁴³ L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 9 (zie in het bijzonder voetnoot 3). Dergelijke uitbreiding had als doel om een wettelijke basis te bieden voor het stellen van eisen aan schriftelijke vooraankondigingen terzake van aanbiedingen alsook het aftasten van de markt.

¹⁸⁴⁴ Stb. 1995, 574.

¹⁸⁴⁵ Zie tevens, meer algemeen, omtrent de stand van de Nederlandse wetgeving voor de omzetting van de Prospectusrichtlijn : R.E. DE ROOY, *Emissies op de Nederlandse markt*, Kluwer, 2003 (131 p.).

zodanige aanbieding door middel van advertenties of documenten¹⁸⁴⁶. Diverse elementen van deze regeling bleken echter onduidelijk. Zo ontstond in de Nederlandse rechtsleer een debat of de aanbieding ook een één-op-één relatie – namelijk de aanbieding van effecten aan een persoon waarmee de uitgevende instelling geen voorafgaande juridisch objectiveerbare relatie had – van toepassing was¹⁸⁴⁷. In een belangrijk arrest van de Nederlandse Hoge Raad – het *Tjoeroeg-arrest* van 17 december 1996¹⁸⁴⁸ – werd aangegeven dat dit niet het geval was : “[het] verbod door de wetgever [is] klaarblijkelijk niet [...] beoogd voor die gevallen waarin sprake is van een aanbieding van effecten aan één persoon of rechtspersoon”¹⁸⁴⁹. Een nog meer delicate probleemstelling was of een aanbieding moest begrepen worden als een aanbieding in de verbintenisrechtelijke zin of in een ruimere betekenis¹⁸⁵⁰. In de context van art. 3, eerste lid Wte 1995 stelde zich met name de vraag of onderhandelingen met bepaalde partijen over een toekomstige overname of deelname in het kapitaal een aanbieding uitmaakten¹⁸⁵¹. Hoewel de Nederlandse Hoge Raad in haar *Tjoeroeg-arrest* van 17 december 1996 niet in detail inging op de betekenis van het begrip “aanbieden”, hield zij wel het arrest van het Hof in stand, waarin dit Hof had geoordeeld dat voor het aanbieden van effecten geen aanvullende eis van een zeker “wervend optreden” gold en voorts bepaald werd dat van een aanbieding sprake kon zijn ook al waren met het oog op de verwerving onderhandelingen gevoerd of ook al hadden de afnemers daarvoor reeds interesse getoond¹⁸⁵². Hieruit werd door de Nederlandse doctrine afgeleid dat een aanbieding in de zin van art. 3, eerste lid Wte 1995 niet noodzakelijk een verbintenisrechtelijk aanbod diende uit te maken in de zin van art. 6:217 BW¹⁸⁵³. Zo werd gesteld dat “[u]it de beslissing van de Hoge Raad kan – zij het met enige

¹⁸⁴⁶ Zie o.m. A.C. METZELAAR, “Primaire Markt”, in: S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 2002 (307 p.), 81; A.C. SPRUIJT, “Het besloten-kring-criterium van artikel 3 Wte 1995 nu en na in werking treden van de Wet op het financieel toezicht”, *Vennootschap & Onderneming*, 2004, nr. 9, 159; B. FALKENA en E.R. SCHREUDER, “Uitgifte van effecten buiten besloten kring”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 9, 167.

¹⁸⁴⁷ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 50.

¹⁸⁴⁸ Hoge Raad 17 december 1996, *JOR*, 1997/7. De feiten kunnen kort geschetst worden als volgt. Tjoeroeg Beheer N.V. plaatste in 1991 gedurende een periode van een half jaar aandelen in haar eigen kapitaal bij een vijftal personen (zakelijke relaties van een commissaris en een familielid van de directeur). De vraag die zich hier stelde was of hiermee een “aanbieding” “buiten besloten kring” plaatsvond. Zie eveneens L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 15; zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “De veilingfusie in het licht van de Wet toezicht effectenverkeer 1995”, in: VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Lustrumbundel 1997 – De opkomst van een rechtsgebied*, Kluwer, 1997 (166 p.), 43, op 50 e.v.; H.M. VLETTER-VAN DORT, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking*, Proefschrift tot het behalen van de graad van doctor, Kluwer, 2001 (310 p.), 166 e.v.; A.C. SPRUIJT, “Het besloten-kring-criterium van artikel 3 Wte 1995 nu en na in werking treden van de Wet op het financieel toezicht”, *Vennootschap & Onderneming*, 2004, nr. 9, 159, 160.

¹⁸⁴⁹ De Hoge Raad vervolgt : “Daarbij kan worden gedacht aan die transacties waarbij twee partijen onderhands onderhandelingen voeren over een overname of een deelname in het kapitaal van een vennootschap, waarbij immers het belang van een dergelijke potentiële deelnemer bij een adequate informatievoorziening omtrent ‘de aard van het aangeboden en de risico’s die men loopt’ [...] geen wettelijke bescherming behoeft”. Zie hierover uitgebreid C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 50; P.E.B. CORTEN, “Het element besloten kring in de Nederlandse effectenwetgeving”, *TVVS*, 1997, 170; J. MOLENAAR, “Aanbieding van effecten buiten besloten kring : het Tjoeroeg arrest”, *V&O*, 1997, 6; R.E. DE ROOY, “Uitleg van het begrip ‘aanbieden van effecten buiten een besloten kring’”, *Bb*, 1998, 47; A.C. METZELAAR, “Primaire Markt”, in : S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 2002 (307 p.), 83.

¹⁸⁵⁰ Art. 6:217 BW bepaalt met name dat een overeenkomst tot stand komt door een aanbod en de aanvaarding daarvan. Zie uitgebreid hieronder alsook L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 15.

¹⁸⁵¹ Zie in die zin : M.C.M. VAN DIJK, “De Wet toezicht effectenverkeer in vogelvlucht”, *TVVS* 1991, 205 en 304. Vgl. tevens H.J. SACHSE, “De onvermoede gevolgen van een overname of het begrip ‘besloten kring’ in de huidige en toekomstige effectenwetgeving”, *TVVS*, 1989, 300.

¹⁸⁵² Hoge Raad 17 december 1996, *JOR* 1997/7.

¹⁸⁵³ G.F. DALENOORD, “Prospectusplicht bij herstructurering”, *Vennootschap & Onderneming*, 2002, nr. 12, 216, op 218 : “Ook de Autoriteit Financiële Markten hanteert een ruimere opvatting dan de puur civielrechtelijke, zoals onder meer blijkt uit haar interpretaties van 26 augustus 2002 inzake emissies en periodieke informatieverplichtingen (zie www.autoriteit-fm.nl). De Autoriteit Financiële Markten legt het

voorzichtigheid – worden afgeleid dat van een aanbieding sprake kan zijn ook als (nog) geen aanbod in civielrechtelijke zin is gedaan¹⁸⁵⁴. Opvallend was dat de Nederlandse doctrine het niet eens raakte over de precieze implicaties van de uitspraak van de Hoge Raad. Waar sommigen meenden dat de Hoge Raad het begrip “aanbieding” zo had uitgebreid dat daaronder niet alleen het aanbieden van effecten viel maar bijvoorbeeld ook het verkopen van reeds uitgegeven effecten op de secundaire markt¹⁸⁵⁵, stelden anderen dat het *Tjoeroeg-arrest* het begrip “aanbieding” enkel op zodanige wijze had verruimd dat het ook het voortraject (nl. het doen van een uitnodiging van een aanbod) kon omvatten¹⁸⁵⁶. Mee op basis van deze uitspraak werd door HIJMANS VAN DEN BERGH een omschrijving gedaan van de “effectenrechtelijke aanbieding” – die aldus te onderscheiden was van het verbintenissenrechtelijk aanbod – als “iedere handeling door een (rechts)persoon die er op gericht is derden te bewegen tot het nemen of verkrijgen van effecten bij uitgifte daarvan”¹⁸⁵⁷. Deze omschrijving werd overigens bekritiseerd als te ruim¹⁸⁵⁸.

447. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING NA DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Het was in de gegeven omstandigheden bijna met een gevoel van opluchting dat de nieuwe prospectusregeling van de Prospectusrichtlijn in Nederland onthaald werd. Zo stelde GRUNDMANN-VAN DE KROL dat : “[i]nvoering van uitsluitend een getalscriterium zonder de eis dat voorafgaand aan de aanbieding een juridisch objectiveerbare relatie aanwezig is tussen aanbieder en potentiële nemers van de effecten betekent dat daarmee afstand gedaan moet worden van het thans op grond van het Tjoeroeg-arrest geformuleerde kenniscriterium. Voor de praktijk echter is een getalscriterium, hoe arbitrair ook, een gemakkelijk en objectief criterium”¹⁸⁵⁹. Wel werden vragen gesteld bij de nieuwe definitie van het begrip “aanbieding aan het publiek” die “enigszins merkwaardig [is] omdat de suggestie gewekt wordt dat een aanbieding die niet voldoende informatie verschaft geen aanbieding aan het publiek zou zijn”¹⁸⁶⁰.

448. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING IN DE WFT¹⁸⁶¹. Met ingang van 1 juli 2005 werd het verbod om zonder algemeen verkrijgbaarstelling van een prospectus in of vanuit Nederland bij uitgifte effecten aan te bieden buiten besloten kring, vervangen door een verbodsbepaling voor de aanbieding in Nederland van effecten¹⁸⁶². Het is meer bepaald verboden in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek, tenzij ter zake van de aanbieding een prospectus algemeen verkrijgbaar is

begrip ‘aanbieden’ zo uit dat daaronder vallen handelingen die bestaan uit het doen van een civielrechtelijk aanbod of een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod. Aangezien het aanbieden van een surseance-akkoord civielrechtelijk een aanbod inhoudt, kwalificeert dit daarmee derhalve ook als ‘aanbieden’ in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995”.

¹⁸⁵⁴ L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 16.

¹⁸⁵⁵ A. NEDERVEEN, “De Circulaire van de Stichting Toezicht Effectenverkeer inzake het begrip besloten kring”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 16.

¹⁸⁵⁶ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 66.

¹⁸⁵⁷ L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 18.

¹⁸⁵⁸ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 65, voetnoot 216.

¹⁸⁵⁹ *Idem*, 59.

¹⁸⁶⁰ *Idem*, 59.

¹⁸⁶¹ R. RAAS, “Voorstellen tot implementatie van de Prospectusrichtlijn gepubliceerd”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 112. We behandelen hier niet het zgn. “noodverband”, namelijk de tussentijdse regeling via amendement van het Wte 1995; zie daarover, in detail, *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 2*.

¹⁸⁶² De niet-geharmoniseerde regeling valt buiten het bestek van het onderzoek. Zie, met verwijzingen, C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 143.

dat is goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten¹⁸⁶³ of door een toezichhoudende instantie van een andere lidstaat¹⁸⁶⁴. Wanneer zich in de praktijk de situatie voordoet waar sprake is van een tot meer dan een persoon gericht voldoende bepaald aanbod tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten is steeds sprake van een aanbieding aan het publiek¹⁸⁶⁵. De Wft definieert het “aanbieden van effecten aan het publiek” als “het doen van een tot meer dan een persoon gericht voldoende bepaald aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek, tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod op dergelijke effecten”¹⁸⁶⁶. De Nederlandse wetgever beoogde hiermee de definitie van de Prospectusrichtlijn te benaderen¹⁸⁶⁷. Daarnaast werd door de wetgever benadrukt dat een aanbieding aan één persoon geen “openbare aanbieding” kan zijn¹⁸⁶⁸. Een “aanbieder” is “degene die effecten aan het publiek aanbiedt”¹⁸⁶⁹. Voorts werd in de voorbereidende werken door de Nederlandse wetgever aangegeven dat deze definitie “gedeeltelijk gebaseerd [is] op de definitie [...] van de richtlijn prospectus” (eigen cursivering)¹⁸⁷⁰. Het moet volgens de Nederlandse wetgever gaan om het aan één of meerdere personen doen van een voldoende bepaald aanbod tot het aangaan van een overeenkomst tot het kopen of anderszins verkrijgen van effecten¹⁸⁷¹. Met deze notie wordt vooreerst een aanbod bedoeld in de zin van artikel 6:217, eerste lid BW, namelijk dat : “[e]en overeenkomst [...] tot stand [komt] door een aanbod en de aanvaarding daarvan”¹⁸⁷². Het Burgerlijk Wetboek geeft geen omschrijving van het begrip aanbod, maar in het kader van artikel 6:217 BW vormt een voorstel tot het sluiten van een overeenkomst gericht tot één of meer bepaalde personen een aanbod, indien het voldoende bepaald is en daaruit de wil blijkt van de aanbieder om in geval van aanvaarding gebonden te zijn¹⁸⁷³. De vorm waarin een aanbod wordt gedaan doet niet terzake; het zal van de formulering afhangen of met een reclame-uiting een aanbod wordt gedaan¹⁸⁷⁴.

¹⁸⁶³ Voorheen werd deze bevoegdheid uitgeoefend door Euronext. Zie M.J. BLOOT, “Nieuwe taken van de Autoriteit Financiële Markten”, *O&F*, 2002, nr. 52, 25, 29: “Het ligt in de rede om te veronderstellen dat deze taak bij de Autoriteit-FM zal worden ondergebracht. Overigens wordt het toezicht op de uitgifte van effecten ter beurze in onder meer Frankrijk, België en Portugal door een publieke autoriteit uitgeoefend. Nederland is dus binnen de landen waar Euronext N.V. beurzen onderhoudt wat dat betreft een uitzondering nu hier de beurs zelf toezicht houdt op beursprospecti”.

¹⁸⁶⁴ Artikel 5:2 Wet Financieel Toezicht. Zie H. TUINSTRAN, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44; N.R. VAN DE VIJVER, “Aanbieding van effecten : Primaire markt”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 285, op 285 e.v.

¹⁸⁶⁵ H. TUINSTRAN, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44-45.

¹⁸⁶⁶ Artikel 5:1.a Wet Financieel Toezicht.

¹⁸⁶⁷ L.E. DE BEER en P. ZIJP, “De prospectusrichtlijn: de eerste tweehalve laag van Lamfalussy”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140, op 142: “Het Consultatiedocument neemt deze voor meerdere uitleg vatbare definitie grotendeels over, zij het dat ook het uitnodigen tot het doen van een dergelijk aanbod onder de definitie wordt gebracht”.

¹⁸⁶⁸ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 563 : “In dit verband wordt nog eens opgemerkt dat een aanbieding van effecten aan één persoon niet onder het verbod van artikel 5:2 valt. Van aanbieden van effecten aan het publiek is immers pas sprake indien een voorstel aan meer dan één persoon wordt gedaan.”.

¹⁸⁶⁹ Artikel 5:1.b Wet Financieel Toezicht.

¹⁸⁷⁰ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 560.

¹⁸⁷¹ Idem.

¹⁸⁷² Art. 6:217, eerste lid, van het Burgerlijk Wetboek. J.P. FRANX, “The Netherlands”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 242, op 245.

¹⁸⁷³ Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 355. In de Nederlandse doctrine werd dienaangaande ook verwezen naar art. 14, lid 1, Weens Koopverdrag waarin wordt bepaald dat “[e]en voorstel tot het sluiten van een overeenkomst, gericht tot één of meer bepaalde personen vormt een aanbod, indien het voldoende bepaald is en daaruit blijkt van de wil van de aanbieder om in geval van aanvaarding gebonden te zijn”. Zie E.R. SCHREUDER, “Aanbieding van effecten : Secundaire markt”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 303, op 305.

¹⁸⁷⁴ Idem, 356.

Anderzijds wordt ook elke een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod geïmagineerd¹⁸⁷⁵. Immers, de uitnodiging om in onderhandeling te treden of tot het doen van een aanbod moet onderscheiden worden van het aanbod zelf; een voorstel dat niet de elementen bevat die de verbintenissen die uit de te sluiten overeenkomst zullen voortvloeien, bepaalbaar maken in de zin van artikel 6:227 BW, is hoogstens een uitnodiging om in onderhandeling te treden en geen aanbod¹⁸⁷⁶. Om deze reden werd in de Nederlandse doctrine gesteld dat ook *bookbuilding* een aanbieding is; immers bij dergelijke verkoopstechniek worden potentiële beleggers uitgenodigd om een aanbod tot koop te doen tegen een door hen bepaalde prijs¹⁸⁷⁷. De definitie van “aanbieden van effecten aan het publiek” wijkt bovendien af van de algemene definitie van “aanbieden” van de Wft¹⁸⁷⁸. De Nederlandse omzettingwet lijkt het

¹⁸⁷⁵ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 560. Zie tevens J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1617.

¹⁸⁷⁶ *Idem*, nr. 19, 356.

¹⁸⁷⁷ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1617; J.P. FRANX, “The Netherlands”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 242, 245 (“[...] opening the order book for subscriptions by investors in the framework of a book building procedure prior to an IPO is under Dutch contract law generally considered to constitute an invitation to make an offer in the sense of Article 6:217(1) Dutch Civil Code [...]”); C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 44.

¹⁸⁷⁸ Zie F.M. SCHLINGMANN, “Kernbegrippen Wft I”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 65, op 70. “Aanbieden” is daarin tweeledig gedefinieerd (zie art. 1:1 Wet Financieel Toezicht). Enerzijds omvat dit begrip “het in de uitoefening van een beroep of bedrijf rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst met een consument of, indien het een verzekering betreft, cliënt inzake een financieel product dat geen financieel instrument is of het in de uitoefening van een beroep of bedrijf aangaan, beheren of uitvoeren van een dergelijke overeenkomst”. Anderzijds omvat de notie “aanbieden” “het rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst met een cliënt inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of het rechtstreeks of middellijk vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen aan onderscheidenlijk van een cliënt ter deelneming in een beleggingsinstelling”. Interessant aan dit tweeledige concept is dat het aanbieden van een financieel product dat geen financieel instrument is en anderzijds het aanbieden van een recht van deelneming in een beleggingsinstelling duidelijk zijn onderscheiden. Zie tevens Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 355). Het aanbieden van andere financiële instrumenten dan deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen valt niet onder het toezicht op financiële ondernemingen (met de uitzondering van, uiteraard, het “aanbieden van effecten aan het publiek”, dat geregeld is in het hoger besproken art. 5:1 Wet Financieel Toezicht). Net zoals bij de notie “aanbieden van effecten aan het publiek”, kan ook de aanbieding van een financieel product dat geen financieel instrument is, worden teruggebracht naar art. 6:217 van het Burgerlijk Wetboek. De aanbieding van een financieel product dat geen financieel instrument is, hergroepeert immers de artikelen 1.a.2, eerste lid en tweede lid, en 1.e.6 en 1.e.7 van de Wet financiële dienstverlening (Wfd), die zelf eveneens ontleend waren aan art. 6:217 van het Burgerlijk Wetboek (zie *Kamerstukken II 2003/04*, 29.705, nr.3, 67). Daarnaast levert een vergelijking tussen beide noties nog een aantal interessante vaststellingen. Ten eerste bevat de notie van de aanbieding van een financieel product dat geen financieel instrument is, de elementen “rechtstreeks of middellijk”. Dit geeft aan dat ook het aanbieden via een door de aanbieder ingeschakelde tussenpersoon onder de definitie valt (zie tevens Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 356). Anderzijds bevat deze notie ook een verwijzing naar het element “in de uitoefening van een beroep of bedrijf”. Het element “in de uitoefening van een beroep of bedrijf” maakt duidelijk dat de betreffende activiteit alleen onder het toepassingsgebied van de bepalingen van de Wet Financieel Toezicht valt, voorzover het plaatsvindt in de uitoefening van een beroep of bedrijf (*idem*, 356). Hoewel dit in het merendeel van de gevallen eenvoudig kan worden vastgesteld, kunnen in de twijfelgevallen als aanknopingspunten onder meer gelden : de wijze waarop degene die een financiële dienst verleent zich aan de buitenwereld presenteert, de omstandigheid dat verlening van financiële diensten niet slechts incidenteel plaatsvindt of het feit dat degene die de financiële dienst verleent, een beloning ontvangt voor zijn diensten, van de cliënt zelf of van een derde (bijvoorbeeld in de vorm van provisie) (*idem*, 357). Een financiële dienst die op incidentele basis wordt verleend in het kader van, én rechtstreeks voortvloeit uit, een andere beroepswerkzaamheid van de dienstverlener, valt niet onder het bereik van dit voorstel (*idem*, 357). De notie van het “aanbieden van een recht van deelneming in een beleggingsinstelling” daarentegen knoopt eveneens aan bij hetgeen in het BW onder aanbod wordt verstaan, maar maakt anderzijds duidelijk dat ook het vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling onder het aanbieden van een deelnemingsrecht valt. Ook hier is een verwijzing

hoger vermeld *Tjoeroeg-arrest* van de Hoge Raad – of toch de interpretatie die daaraan door de doctrine in Nederland is gegeven – terug te draaien in de zin dat de “effectenrechtelijke aanbieding” toch een “verbintenisrechtelijk aanbod” (of een uitnodiging daartoe) blijkt te moeten zijn. Abstractie makend van deze interne rechtspraak, wijkt dergelijke verbintenisrechtelijke invulling van de notie “openbare aanbieding” potentieel af van de Europeesrechtelijke notie, voorzover althans de werking van de verbintenisrechtelijke principes ertoe zou leiden dat de Nederlandse notie een andere strekking heeft dan de Europeesrechtelijke notie. Anders gezegd is het de vraag of er aanbiedingen zijn die volgens de Nederlandse notie wel, en volgens de Europeesrechtelijke notie niet, voldoende bepaald zijn om te gelden als “openbare aanbieding” (en vice versa). Zoals VAN DIJK, DUMOULIN EN DEN TONKELAAR hebben gesteld, is om deze reden het begrip ‘aanbieding van effecten aan het publiek’ uit de Prospectusrichtlijn te beperkt geïmplementeerd¹⁸⁷⁹. Deze auteurs halen een verder probleempunt aan : “Een ‘aanbod als bedoeld in art. 217 lid 1 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek’ is per definitie een Nederlandsrechtelijk aanbod. Naar de letter blijven daarmee de aanbiedingen van effecten die zijn onderworpen aan buitenlands recht, buiten de definitie van ‘aanbieding van effecten aan het publiek’”¹⁸⁸⁰. Zelfs indien redelijkerwijze wordt aangenomen dat aanbiedingen naar buitenlands recht naar analogie onder deze definitie zouden vallen, blijft het de vraag of dergelijke aanbieding dan getoetst moet worden aan de analoge verbintenisrechtelijke bepaling van een aanbod naar buitenlands recht dan wel de Nederlandse definitie van het aanbod¹⁸⁸¹.

449. NEDERLANDSE TOEVOEGING M.B.T. VERMOGENSBEHEER. Ten slotte wordt in de Vrijstellingsregeling Wft uitdrukkelijk bepaald dat dat een openbare aanbieding niet prospectusplichtig is “voorzover de effecten worden aangeboden aan personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, *die een schriftelijke overeenkomst van lastgeving hebben afgesloten met een vermogensbeheerder die op grond van de wet in Nederland beleggingsdiensten mag verlenen en die op grond van die overeenkomst zonder last of ruggespraak met de volmachtgever naar eigen inzicht transacties kan verrichten of bewerkstelligen*”¹⁸⁸². Dit betekent dat, indien vermogensbeheerders in uitvoering van een mandaat van discretionair vermogensbeheer effecten kopen ten behoeve van hun cliënten, de aanbieding van deze effecten aan deze cliënten vrijgesteld is van de prospectusplicht¹⁸⁸³.

2.3.3. Analyse van de omzettingsbenadering in Frankrijk

450. CONTRAST MET DE OUDE REGELGEVING. De traditionele begripsomschrijving in Frankrijk dateerde van een wet van 24 juli 1966¹⁸⁸⁴, waarbij bepaald was (in de oorspronkelijke versie) : “[s]ont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les titres sont inscrit à la cote officielle d'une bourse de valeurs, à dater de cette inscription, ou qui, pour le placement des titres quels qu'ils soient, ont recours, soit à des banques, établissements financiers ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque”¹⁸⁸⁵. De definitie diende te worden samengelezen met de *ordonnance 67-833* die dateerde van 1967¹⁸⁸⁶ en die in een prospectusplicht voorzag¹⁸⁸⁷. Pas in 1992 werden door

naar het element “middellijk” opgenomen (idem, 357), hoewel het element “in de uitoefening van een beroep of bedrijf” ontbreekt.

¹⁸⁷⁹ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1617.

¹⁸⁸⁰ Idem.

¹⁸⁸¹ Idem.

¹⁸⁸² Art. 55 Vrijstellingsregeling Wft.

¹⁸⁸³ Vgl. de omzetting in het Verenigd Koninkrijk hierna.

¹⁸⁸⁴ Art. 72 *Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales*. Zie tevens B. GOURISSE, *L'appel public à l'épargne en France*, Parijs, Revue Banque Edition, 2002 (126 p.), 14 e.v.

¹⁸⁸⁵ Een latere versie verving deze tekst door “soit à des établissements mentionnés à l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage”.

¹⁸⁸⁶ Zie de aanhef bij het *Rapport au Président de la République, Ordonnance 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, J.O.*, 29 september 1967 : “Pour inciter l'épargne à long terme, notamment celle de nouvelles catégories d'épargnants, à s'investir davantage en valeurs

het *règlement n° 92-02* van de *Commission des opérations de bourse*¹⁸⁸⁸ deze bepalingen aangevuld met een aantal kwantitatieve bepalingen inzake het aanbod aan het publiek van effecten die niet toegelaten waren tot de verhandeling op een officiële markt (*l'offre au public de titres non cotés sur un marché officiel*) met onder meer een drempel bepaald op 300 personen¹⁸⁸⁹. De tekst van 1966 werd vervolgens geamendeerd door een wetwijziging van 1998¹⁸⁹⁰, die gecodificeerd werd in art. 411-1 *code monétaire et financier* (voor wat betreft de definitie van het openbaar beroep op het spaarwezen) en art. 411-2 *code monétaire et financier* (voor wat betreft de uitzonderingen daarop)¹⁸⁹¹ en aangevuld met een aantal reglementen van de COB¹⁸⁹². In deze nieuwe wettekst werd het openbaar beroep op het spaarwezen niet

mobilières, il convient d'assurer la clarté et la sincérité des informations diffusées par les sociétés auprès du public, en particulier sur leurs résultats, et l'évolution de leurs affaires, ainsi que d'organiser la publicité de certaines opérations de bourse. Il s'agit aussi de permettre au marché financier et à la Bourse de Paris de jouer le rôle international élargi qui peut et doit être le leur dans le cadre de relations financières appelées à se développer entre la France et les pays étrangers”.

¹⁸⁸⁷ Art. 6 *Ordonnance 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse*, *J.O.*, 29 septembre 1967: “Toute société qui fait publiquement appel à l'épargne pour émettre des actions de numéraire ou des obligations doit au préalable faire imprimer un document destiné à l'information du public et portant sur l'organisation financière et l'évolution de l'activité de la société. Avant l'admission à la cote officielle des bourses de valeurs d'actions ou d'obligations, l'impression du même document est également obligatoire. Ce document doit être remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée. Il est tenu à la disposition du public au siège social et dans tous établissements chargés de recevoir des souscriptions. En cas d'introduction en bourse, il est également tenu à la disposition du public à la chambre syndical des agents de change”.

¹⁸⁸⁸ Meer bepaald *Règlement n° 92-02 et instruction d'application relatif à l'offre au public de valeurs mobilières* (april 1992).

¹⁸⁸⁹ Art. 2 *Règlement n° 92-02 et instruction d'application relatif à l'offre au public de valeurs mobilières*: “le caractère public de l'offre résulte de la diffusion de valeurs mobilières au-delà d'un cercle de 300 personnes ou du recours, pour leur placement, à des intermédiaires financiers ou à tout procédé de publicité ou de démarchage. Pour l'appréciation du chiffre de 300 personnes, un fonds commun de placement est considéré comme une entité unique”. Zie tevens B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652: “La discussion au Parlement s'est focalisée sur le recours éventuel à un critère quantitatif. Les diverses versions du projet qui deviendra la loi de 1998 ont toujours prévu la fixation - directe ou indirecte - d'un seuil. Mais la discussion fut biaisée par l'existence de deux conceptions différentes de ce critère, exprimées notamment à travers les déclarations des rapporteurs, M. D. Migaud à l'Assemblée nationale et M. P. Marini au Sénat. Pour M. Migaud, la notion de cercle restreint reposait ‘sur des critères quantitatif et qualitatif’, ces deux critères étant alternatifs. Il précisait que ‘cette notion recouvre deux réalités : un nombre limité d'investisseurs, ou des investisseurs plus nombreux mais liés entre eux par des relations étroites, qu'elles soient professionnelles, personnelles ou familiales’. M. Marini adopta une approche qui se voulait purement qualitative. Il acceptait le recours à un seuil uniquement pour attester l'existence de relations personnelles. ‘Ce n'est pas parce que les investisseurs sont en nombre ‘restreint’ qu'ils ne justifient pas (...) une protection particulière, mais parce que ce nombre ‘restreint’ est considéré comme étant un bon indicateur de leur proximité avec l'émetteur et donc de leur connaissance des risques qui entourent l'opération à laquelle ils participent’. La formulation retenue par la loi du 2 juillet 1998 se révèle proche, dans son inspiration, de la position défendue par M. Marini, le seuil constituant seulement une modalité de preuve. Le débat est réapparu quant à la nature de la présomption”.

¹⁸⁹⁰ Zie onder meer COB, *Rapport annuel 1998*, Hoofdstuk III, 70-74. Zie tevens B. FRANÇOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 septembre 2003 (629 p.), 33 e.v.; B. GOURISSE, *L'appel public à l'épargne en France*, Parijs, Revue Banque Edition, 2002 (126 p.), 11; H.-B. GRIFFITH en L. SABLE, “La réforme de l'appel public à l'épargne”, *Banque & Droit*, 1999, 22; C. PENICHON, “L'appel public à l'épargne et le placement privé – bilan d'une réforme”, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1999, 203; P. CLERMONT en B. DORNIC, “L'émergence d'une notion autonome de placement privé”, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1998, 219; E. BERNARD en F. PELTIER, “Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers”, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1998, 156; J.-C. D'HEROUVILLE, “La notion d'investisseur averti”, *Banque & Droit*, 1998, 20; J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 158.

¹⁸⁹¹ Art. 30 *Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, *J.O.*, 3 juli 1998. Zie tevens H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE, “Règlement COB portant modification des règlements COB n°95-01, 98-01 et 98-08. Exigence sur le prospectus d'une langue usuelle en matière financière et précisions sur le résumé en français”, *Banque et droit*, 2002, nr. 83, 30.

¹⁸⁹² Zie COB, *Rapport annuel 1998*, Hoofdstuk III, 70-74, 70. Het betrof met name vijf reglementen: *Règlement n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée*, *Règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public*, *Règlement n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instruments financiers*, *Règlement n° 98-09 relatif aux opérations*

meer geformuleerd als een vermoeden¹⁸⁹³. Een “verrichting van openbaar beroep op het spaarwezen” werd voortaan tweeledig gedefinieerd: ofwel betrof het de toelating van een financieel instrument tot de verhandeling op een gereglementeerde markt¹⁸⁹⁴, ofwel betrof het de uitgifte of de overdracht van financiële instrumenten in het publiek, en dit via reclame, via een verhandeling (*démarchage*) of via kredietinstellingen of verstrekkers van beleggingsdiensten¹⁸⁹⁵. Meer precies werd de eerste categorie in wezen beschouwd als een sub-categorie van de ruimere tweede categorie. Zo werd gesteld dat “la cotation présume l’[appel public à l’épargne] mais l’[appel public à l’épargne] ne présume pas la cotation; celle-ci procède du critère formel de l’admission à la négociation, tandis que l’[appel public à l’épargne] procède d’un faisceau de critères”¹⁸⁹⁶. Aangaande de tweede categorie van “openbare” verrichtingen golden twee – cumulatieve – criteria¹⁸⁹⁷: enerzijds dat van het aanbod aan het “publiek”¹⁸⁹⁸ zelf en anderzijds de wijze waarop dit aanbod gedaan werd; het begrip “reclame” was niet nader gepreciseerd en moest extensief worden geïnterpreteerd. Bijgevolg kon gesteld worden dat: “Quatre critères alternatifs caractérisent l’appel public à l’épargne. Le premier d’entre eux est le plus commun : l’admission aux négociations sur un marché réglementé, en d’autres la cotation en Bourse (1.). Cette forme d’appel public à l’épargne a la particularité, par rapport aux trois autres, d’être continue. L’appel en public dure tant que les instruments financiers sont cotés. Les trois autres critères sont ponctuels et ont trait à des opérations de placement d’instruments financiers dans le public à l’occasion desquelles l’émetteur a recours, alternativement ou cumulativement, à la publicité (2.), au démarchage (3.) ou à des établissements de crédit ou des prestataires des services d’investissements (4.)”¹⁸⁹⁹.

451. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING NA DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Niettegenstaande de modernisering in 1998, diende ten gevolge van de

effectuées par dérogation aux règles de l’appel public à l’épargne, en Règlement n° 98-10 relatif à la perte du statut d’émetteur faisant appel public à l’épargne.

¹⁸⁹³ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 138. Zie tevens B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l’appel public à l’épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652: “La définition de 1998 était censée mettre fin à l’insécurité juridique qu’entraînait l’articulation des présomptions de société faisant appel public à l’épargne énumérées à l’article 72 modifié de la loi du 24 juillet 1966 avec les procédés d’appel public à l’épargne que la Commission des opérations de bourse traitait, dans son règlement n° 92-02, sous la dénomination d’‘offre au public de titres non cotés’”.

¹⁸⁹⁴ Voor de codificatie in de *Code monétaire et financier* werd voormelde wet van 24 juli 1966 geamendeerd. De oorspronkelijke versie van 1998 luidde als volgt: “soit par l’admission aux négociations sur un marché réglementé d’un instrument financier mentionné à l’article premier de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières; soit par l’émission ou la cession d’instruments financiers dans le public en ayant recours à la publicité, au démarchage, à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d’investissement”. Art. L. 411-1, 1 *code monétaire et financier*: “L’admission d’un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé”. De lijst met gereglementeerde markten was vastgelegd via een besluit van de minister van economie, financiën en industrie (Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 138). Zie tevens op 139: “Il convient ici de préciser que l’admission d’un instrument financier à la cote sur un marché non réglementé n’emporte pas une qualification automatique d’appel public à l’épargne, contrairement à la cotation sur un marché réglementé, explicitement visée en tant que premier critère de l’APE. La qualification éventuelle d’APE pour une telle opération devra donc être examinée au regard des autres critères précités de l’APE”.

¹⁸⁹⁵ Art. L. 411-1, 2 *code monétaire et financier*: “L’émission ou la cession d’instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d’investissement”.

¹⁸⁹⁶ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 139.

¹⁸⁹⁷ Art. 411-1, 2 *Code monétaire et financier*.

¹⁸⁹⁸ J. MEADEL, *Les marchés financiers et l’ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 158: “L’un des critères déterminants de la qualification de l’appel public à l’épargne est la notion de ‘public’ qui est restée longtemps assez floue. [...] La prise en considération du ‘public’ par la législation de l’appel public à l’épargne est le premier jalon d’une politique globale en faveur de l’épargnant”.

¹⁸⁹⁹ B. GOURISSE, *L’appel public à l’épargne en France*, Parijs, Revue Banque Edition, 2002 (126 p.), 43.

Prospectusrichtlijn de gehele notie herijkt te worden¹⁹⁰⁰. Zoals hierboven aangeduid, gaat de Prospectusrichtlijn immers uit van de notie “openbare aanbidding”, en niet van de notie “openbaar beroep op het spaarwezen”¹⁹⁰¹. De Franse wetgever merkte op dat “[c]ette notion est donc proche quoique distincte de celle d’appel public à l’épargne, notamment parce que sa définition est fondée sur l’acte de communication et le niveau de l’information plutôt que sur la nature des opérations de l’émetteur”¹⁹⁰². Voor de Europeesrechtelijke notie is het irrelevant op welke wijze de communicatie plaatsvindt (terwijl de oude Franse notie deels gebaseerd was op de wijze waarop het aanbod gedaan werd, namelijk door reclame, leuren (*démarchage*) of via een beroep op tussenpersonen)¹⁹⁰³. Anderzijds hebben beide noties gemeenschappelijk dat de verwijzing naar “publiek” niet is gepreciseerd¹⁹⁰⁴. Om deze redenen leek het redelijk om aan te nemen dat de oude Franse notie vervangen zou worden door de Europeesrechtelijke notie¹⁹⁰⁵.

452. “REDÉFINITION EN CREUX”. Dat is echter niet gebeurd. Art. 411-1 *code monétaire et financier* – en dus de notie “openbaar beroep op het spaarwezen” – werd ongewijzigd gelaten, en de notie “aanbidding aan het publiek” werd niet ingevoerd¹⁹⁰⁶. Het werd door de Franse wetgever voldoende

¹⁹⁰⁰ Zie omtrent de omzetting van de Prospectusrichtlijn in Frankrijk o.m. H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE, “Projet de directive Prospectus – Présentation générale”, *Banque et Droit*, 2003, nr. 90, 47; B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l’appel public à l’épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652; M.L. OSSA-DAZA, “Objectifs et enjeux de la directive n°2003/7/1 CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d’offre public de valeurs mobilières ou en vue de l’admission de valeurs mobilières aux négociations”, *Bulletin Joly Bourse*, 2005, nr. 1, 5; M.-E. SEBIRE, H. DU VIGNAUX en J. SEBASTIEN, “Transposition de la directive Prospectus en droit français”, *Banque & Droit*, 2005, nr. 103, 26; A. GAUVIN, “Appel public à l’épargne. Entrée en vigueur du règlement CE n° 809/2004 pris en application de la Directive Prospectus”, *RDBF*, 2005, nr. 5, 38; L. SABLE en C. GASCHIN, “Prospectus : ce que l’harmonisation de la réglementation européenne change pour les entreprises”, *Option Finance*, 2005, nr. 846, 38; C. JACOMIN, “Transposition de la directive Prospectus. Vers un allègement du régime de l’appel public à l’épargne”, *Revue Banque*, 2005, nr. 674, 48; L. BURN, “The EEA Prospectus directive”, *JIBFL*, 2005, nr. 10/20, 387; T. BONNEAU, “La loi du 26 juillet 2005 ne donne qu’une vue partielle de la réforme du prospectus, certaines des innovations de la directive du 4 novembre 2003 étant prises en compte uniquement par le Règlement général AMF”, *RDBF*, 2005, nr. 6, 43; D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus directive. An overview of the unified European prospectus regime”, *JIBFL*, 2004, nr. 11/19, 448.

¹⁹⁰¹ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 147.

¹⁹⁰² *Idem*, 148.

¹⁹⁰³ *Idem*.

¹⁹⁰⁴ *Idem*. De Franse wetgever merkte bovendien op dat “La notion d’appel public à l’épargne n’est toutefois pas absente du droit communautaire [...], puisque le trentième considérant de la directive ‘prospectus’ précise notamment que les différences sur le plan de l’efficacité, des méthodes et de la périodicité du contrôle des informations contenues dans les prospectus compliquent la tâche des entreprises qui souhaitent *faire appel public à l’épargne* dans plusieurs États membres ou se faire admettre à la négociation sur les marchés réglementés de plusieurs États membres” (eigen cursivering) (*idem*, 148). M.i. betreft het hier geen doelbewuste verwijzing naar de oude Franse notie. Dat blijkt immers uit een vergelijking met de andere taalversies van de Prospectusrichtlijn. Zo verwijzen de Engelstalige versie in considerans 30 naar “to raise capital”, de Duitstalige versie naar “Kapital aufzunehmen” en de Nederlandstalige versie naar “het aantrekken van kapitaal”.

¹⁹⁰⁵ Zie tevens Th. BONNEAU en F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Parijs, Economica, 2005 (847 p.), 397-398.

¹⁹⁰⁶ Door sommige – bekritiseerbare – rechtsleer – niet verwonderlijk vanwege advocatenkantoren – werd dergelijk standpunt mee verdedigd. Zie vb. M.-E. SEBIRE, H. DU VIGNAUX en J. SEBASTIEN, “Transposition de la directive Prospectus en droit français”, *Banque & Droit*, 2005, nr. 103, 26 : “La directive impose la publication préalable d’un prospectus dans deux cas : l’admission aux négociations sur un marché réglementé et l’offre au public de valeurs mobilières sur le territoire de l’Espace économique européen. [...] Ces deux cas sont similaires, quoique rédigés différemment, à ceux découlant en droit français de l’article L.411-1 du Code monétaire et financier, dont la rédaction reste donc inchangée”. Zie tevens C. JACOMIN, “Transposition de la directive Prospectus. Vers un allègement du régime de l’appel public à l’épargne”, *Revue Banque*, 2005, nr. 674, 48 : “On distinguera, au titre du droit français, les modifications affectant la définition même de l’APE, de celles touchant à l’obligation de publier un prospectus. À cet égard, il convient de relever que la directive ne distingue plus, s’agissant des informations à inclure dans le prospectus, entre les opérations d’admission sur un marché réglementé et les offres au public d’instruments financiers, ce qui met un terme à l’existence du prospectus simplifié en droit français. Le nouvel article L. 411-2 du Code monétaire et financier (complété par l’article 211-2 du règlement général modifié de l’AMF), exclut purement et simplement du périmètre de l’APE

geacht om de criteria van vrijstellingen te enten op de Prospectusrichtlijn, zodat door de *loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie* enkel art. 411-2 *code monétaire et financier* werd aangepast (op de wijze waarop art. 411-2 *code monétaire et financier* in de vrijstellingen voorziet, wordt ingegaan bij de bespreking van de vrijstellingen)¹⁹⁰⁷. In de voorbereidende werken wordt deze aanpak nogal eufemistisch omschreven als een “*redéfinition en creux*” van het toepassingsgebied van het “openbaar beroep op het spaarwezen”¹⁹⁰⁸. Hoe het ook zij, art. 212-1 van het *règlement général* bepaalt dat de personen of de entiteiten die wensen over te gaan tot een “verrichting van openbaar beroep op het spaarwezen” (*opération d'appel public à l'épargne*)¹⁹⁰⁹ – zoals dat gedefinieerd was en is in art. 411-1 *code monétaire et financier* – op het grondgebied van de E.E.R., voorafgaandelijk daaraan, een ontwerp-prospectus moeten hebben voorgelegd aan de AMF¹⁹¹⁰, die deze moet hebben goedgekeurd. In de tekst hieronder komen we verder uitgebreid terug op deze omzetting (of het gebrek daaraan).

2.3.4. Analyse van de omzettingsbenadering in Verenigd Koninkrijk

453. CONTRAST MET DE OUDE REGELGEVING. Midden de jaren negentig bestond een sterke dualiteit tussen enerzijds de regulering van de “officiële notering” (*official listing*), die eind jaren tachtig hervormd was in overeenstemming met Richtlijn 80/390/EEG¹⁹¹¹ en anderzijds de regulering van uitgiften die niet toegelaten waren tot de verhandeling op de officiële markt, en die in 1993 nog grotendeels gebaseerd was op het juridische regime van de eerste helft van de twintigste eeuw¹⁹¹². Vreemd genoeg kwam het scharniermoment in het Verenigd Koninkrijk tussen een archaïsche (voornamelijk op venootschapsrecht gebaseerde) regulering en een moderne regulering van “openbare aanbiedingen” bijzonder laat, namelijk in 1995¹⁹¹³, toen de Richtlijn 89/298/EG werd omgezet in de

un certain nombre d'opérations ou d'instruments”. Zie daarentegen B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652 : “La directive ‘prospectus’ crée d'abord le passeport européen qui facilitera les appels transfrontaliers. En outre, elle redéfinit l'offre au public et le placement privé”.

¹⁹⁰⁷ Art. 25 *Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie*, J.O., 27 juli 2005.

¹⁹⁰⁸ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 152 : “Il tend donc à redéfinir « en creux » le champ de l'APE en précisant les opérations ne relevant pas de ce régime, plutôt qu'à reformuler les deux grandes catégories d'opérations par APE prévues par l'article L. 411-1 du même code [...]”.

¹⁹⁰⁹ Art. 212-1 *Règlement général* bepaalt dat “Les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 établissent, préalablement à la réalisation de toute opération sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen”. Art. 211-1 van datzelfde *Règlement général* bepaalt vervolgens dat “Les personnes ou entités qui procèdent à une opération par appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier sont soumises au chapitre II du présent titre lorsque l'opération porte sur : 1° Les instruments financiers mentionnés aux 1° et 2° du I de l'article L. 211-1 dudit code; 2° Les instruments financiers mentionnés au 3° du I de l'article L. 211-1 susvisé lorsqu'ils sont émis par les organismes mentionnés aux 2° à 4° du I de l'article L. 214-1 du code monétaire et financier; 3° Tous instruments équivalents émis sur le fondement de droits étrangers. L'émission ou la cession des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 susvisé est soumise au chapitre III du présent titre”.

¹⁹¹⁰ Of de toezichthoudende overheid van een andere lidstaat van de E.E.R. die anderszins bevoegd is.

¹⁹¹¹ Financial Services Act 1986.

¹⁹¹² A. WHITAKKER en G. MORSE, *The Financial Services Act 1986 – A Guide to the New Law*, Londen, Butterworths, 1987 (475 p.), 154 e.v. en 168 e.v.; D. FRANK, J. SAVORY, en J. CROSTHWAIT, “United Kingdom”, *International Financial Law Review*, 1993, 44.

¹⁹¹³ Idem, 44 : “The rules which apply to unlisted public offers in the UK are still mainly derived from traditional English companies law. The Companies Act requires a prospectus (the document so-called is not to be confused with its European namesake) to be drawn up in accordance with the Act. There is no authority charged with the duty of supervising and granting derogations or applying exemptions (again contrast the position which applies under the Public Offers Directive) and therefore the requirements are somewhat rigid. Most issuers are advised to avoid so structuring an issue as to have to comply with the Companies Act. Traditionally this has been done by either applying for a London listing (the listing jurisdiction ousts the Companies Act jurisdiction) or by ensuring that the offer is not a public offer within the meaning of the Companies Act”.

*1995 POS Regulations*¹⁹¹⁴. Volgens Section 5 *1995 POS Regulations* werd een persoon geacht effecten aan te bieden indien deze persoon als een opdrachtgever (*principal*) (i) een aanbod maakt dat, indien aanvaard, een overeenkomst zou uitmaken voor de uitgifte of de verkoop van de effecten door deze persoon of een andere persoon met wie hij afspraken (arrangements) heeft gemaakt aangaande de uitgifte of de verkoop van de effecten, (ii) een persoon uitnodigt tot het maken van dergelijk aanbod¹⁹¹⁵. Indien een persoon volgens deze definitie effecten aanbood aan enige personen in het Verenigd Koninkrijk, werden deze effecten aangeboden aan het publiek¹⁹¹⁶. In dergelijke gevallen gold de prospectusplicht vanaf het ogenblik dat het aanbod gedaan werd tot zolang het aanbod liep¹⁹¹⁷. Met de *Financial Services And Markets Act 2000*¹⁹¹⁸ werd de effectenregulering in het Verenigd Koninkrijk echter volledig omgegooid, van één van de meest traditionele reguleringen naar wellicht één van de meest vooruitstrevende reguleringen in de E.E.R. Na de totstandkoming van deze wet bestond in het Verenigd Koninkrijk een dubbel regime¹⁹¹⁹ : de *1995 POS Regulations* golden voor openbare aanbiedingen van niet-genoteerde effecten, terwijl Part VI van de *Financial Services And Markets Act 2000* gold voor de openbare aanbiedingen van genoteerde effecten (met inbegrip van effecten die worden aangeboden aan het publiek en vervolgens genoteerd worden)¹⁹²⁰. In de doctrine werd op deze dubbele regulering aanzienlijke kritiek geleverd¹⁹²¹. De regels om uit te maken of een bepaalde

¹⁹¹⁴ The Public Offers of Securities Regulations 1995 (*1995 POS Regulations*), *Statutory instrument*, 1995/1537. Zie uitgebreid hierover I. MACNEIL, *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford, Hart Publishing, 2005 (320 p.), 233 e.v.; R. GEDDES, *IPOs and Equity Offerings*, Oxford, Butterworth-Heinemann, 2003 (272 p.), 123 e.v.

¹⁹¹⁵ Section 5 *1995 POS Regulations* : “A person is to be regarded as offering securities if, as principal (a) he makes an offer which, if accepted, would give rise to a contract for the issue or sale of the securities by him or by another person with whom he has made arrangements for the issue or sale of the securities; or (b) he invites a person to make such an offer; but not otherwise; [...]”.

¹⁹¹⁶ Section 6 *1995 POS Regulations* : “A person offers securities to the public in the United Kingdom if, to the extent that the offer is made to persons in the United Kingdom, it is made to the public; and, for this purpose, an offer which is made to any section of the public, whether selected as members or debenture holders of a body corporate, or as clients of the person making the offer, or in any other manner, is to be regarded as made to the public”.

¹⁹¹⁷ Cf. “When securities are offered to the public in the United Kingdom for the first time the offeror shall publish a prospectus by making it available to the public, free of charge, at an address in the United Kingdom, from the time he first offers the securities until the end of the period during which the offer remains open” (Section 4(1) *1995 POS Regulations*).

¹⁹¹⁸ Omtrent de ontstaansgeschiedenis van de FSMA en de politieke context daarvan (zo werden de wetgevingswerkzaamheden dienaangaande aangekondigd door de Labour regering op 20 mei 1997, amper vijf dagen nadat het de algemene verkiezingen had gewonnen) : P. NELSON, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (488 p.), op 27 (zie o.m. 31). Zie verder ook M. BUCKLE en J. THOMPSON, *The UK Financial System: Theory and Practice*, Manchester University Press, 2004 (392 p.), 157-178; R. GROTE en Th. MARAUHN, *The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006 (350 p.), 61 e.v.

¹⁹¹⁹ Zie uitgebreid hierover Ch. ASHWORTH, “Prospectus Regulation in the United Kingdom”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 335.

¹⁹²⁰ I. MACNEIL, *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford, Hart Publishing, 2005 (320 p.), 234. Ten aanzien van uitgevende instellingen waarvan de effecten genoteerd waren, diende bijkomend nog de Listing Rules gevolgd te worden, die overigens een verschil maakten tussen “offers for sale” (Rule 4.4; nl. “an invitation to the public by or on behalf of a third party to purchase securities of the issuer already in issue or allotted, and may take the form of an invitation to tender at or above a stated minimum price”), “offers for subscription” (Rule 4.5; nl. “an invitation to the public by or on behalf of the issuer to subscribe for securities of the issuer not yet in issue or allotted, and may take the form of an invitation to tender at or above a stated minimum price”), “placings” (Rule 4.7; nl. “marketing of securities not yet listed (whether or not already in issue) to specified persons or clients of the sponsor or any securities house assisting with the placing, which does not involve an offer to the public or to existing holders of the issuer’s securities generally” en “intermediaries offers” (Rule 4.10; nl. “marketing of securities (whether or not already in issue) by means of an offer by, or on behalf of, the issuer to intermediaries for them to allocate to their own clients”). Zie J. FISHER, J. BEWSEY, M. WATERS en E. OVEY, *The Law of Investor Protection*, Londen, Sweet & Maxwell, 2003 (657 p.), 122-123.

¹⁹²¹ Zie S. GRIFFIN, *Company Law: Fundamental Principles*, Harlow, Pearson Education, 2007 (478 p.), 179: “[t]he [...] rules are at times complex and confusing given that, pre-implementation of the new EC Prospectus Directive, alternative legislative mechanisms regulate, on the one hand, public offers of listed securities and, on the other, public offers of unlisted securities. However, despite the alternative regulatory systems, there is, in reality, little difference in their context, a situation that naturally justifies the merger of the two sets of regulations, a

aanbieding wel of niet “openbaar” was, bleven in beginsel ongewijzigd : een precieze definitie van een “openbare aanbieding” bestond namelijk niet. Wel bepaalde art. 1995 POS Regulations dat : “an offer which is made to any section of the public, whether selected as members or debenture holders of a body corporate, or as clients of the person making the offer, or in any other manner, is to be regarded as made to the public”¹⁹²². Section 103(6) van de *Financial Services And Markets Act 2000* bepaalde anderzijds dat de vraag of een persoon “effecten aan het publiek in het Verenigd Koninkrijk aanbiedt” (*offers securities to the public in the UK*) werd beantwoord op basis van een aantal criteria in de Schedule 11, die echter opnieuw neerkwamen op de reeds aangehaalde bewoording van de 1995 POS Regulation¹⁹²³. Al bij al waren dit relatief circulaire definities. Het is dan ook niet verwonderlijk dat in de literatuur werd gesteld dat : “The ‘public’ dimension is satisfied if an offer is made to the public [...] and the offer is not an exempt offer”¹⁹²⁴.

454. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING NA DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Volgens section 85(1) *Financial Services And Markets Act 2000* is het voortaan onwettig om verhandelbare effecten die onder het toepassingsgebied vallen van het betreffend hoofdstuk van de wet aan het publiek aan te bieden (*to be offered to the public*), tenzij een goedgekeurd prospectus beschikbaar is gesteld aan het publiek voordat het aanbod wordt gedaan¹⁹²⁵. De notie “aanbieding aan het publiek” is gedefinieerd in Section 102B(1) *Financial Services And Markets Act 2000* als een aanbieding van verhandelbare effecten waarbij “een communicatie aan enige persoon voldoende informatie bevat omtrent de verhandelbare effecten die worden aangeboden, en de voorwaarden onder dewelke deze worden aangeboden, om een belegger in staat te stellen om de desbetreffende effecten aan te kopen of erop in te schrijven”¹⁹²⁶. Deze definitie wordt herhaald in de *Prospectus Rules*¹⁹²⁷. De Engelse omzettingwet biedt – als enige van de onderzochte jurisdicties – een expliciete omschrijving van wat onder “publiek” moet verstaan worden : indien een aanbieding van verhandelbare effecten wordt gedaan aan een persoon (*a person*) in het Verenigd Koninkrijk zal het beschouwd worden als een aanbieding aan het “publiek” in het Verenigd Koninkrijk¹⁹²⁸. Overeenkomstig de Prospectusrichtlijn kan de communicatie gedaan worden in eender welke vorm en via eender welke middelen¹⁹²⁹, en wordt ook de plaatsing van effecten via een financiële tussenpersoon geïnviseerd¹⁹³⁰. Deze definitie omvat geen intentioneel element. Niettemin stelt HUDSON dat : “While this definition does not specify that the offeror must have an intention to effect legal relations with the recipient of that offer, it is suggested that that must be inferred from the context *or else there would not be a contractually valid offer under English contract law*”¹⁹³¹.

merger which will take place as a consequence of the implementation of the new EC Prospectus Directive”.

¹⁹²² Idem, 181.

¹⁹²³ Schedule 11, paragraaf 1 van de 1995 POS Regulation. Zie tevens J. FISHER, J. BEWSEY, M. WATERS en E. OVEY, *The Law of Investor Protection*, Londen, Sweet & Maxwell, 2003 (657 p.), 124.

¹⁹²⁴ I. MACNEIL, *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford, Hart Publishing, 2005 (320 p.), 234. Zie de toenmalige Section 103(6) *Financial Services And Markets Act 2000* c.q. art. 6 *1995 POS Regulations*.

¹⁹²⁵ Letterlijk : “It is unlawful for transferable securities to which this subsection applies to be offered to the public in the United Kingdom unless an approved prospectus has been made available to the public before the offer is made” (section 85(1) *Financial Services And Markets Act 2000*). Zie A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 237 e.v.

¹⁹²⁶ Section 102B(1) *Financial Services And Markets Act 2000* : “an offer of transferable securities to the public if there is a communication to any person which presents sufficient information on— (a) the transferable securities to be offered, and (b) the terms on which they are offered, to enable an investor to decide to buy or subscribe for the securities in question”.

¹⁹²⁷ Zie PR 1.2.1.

¹⁹²⁸ Section 102B(2) *Financial Services And Markets Act 2000* : “For the purposes of this Part, to the extent that an offer of transferable securities is made to a person in the United Kingdom it is an offer of transferable securities to the public in the United Kingdom”.

¹⁹²⁹ Section 102B(3) *Financial Services And Markets Act 2000*. Zie tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 238-239.

¹⁹³⁰ Section 102B(4) *Financial Services And Markets Act 2000*.

¹⁹³¹ A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 238. De auteur vervolgt dat : “The key distinction between a binding offer and a mere invitation to treat is that an offer must be specific to the intended counterparty and not be an overly general statement.

455. RELATIEF GETROUWE OMZETTING. Uit de voorbereidende werken blijkt dat de Engelse wetgever bewust heel dicht bij de Europeesrechtelijk definitie is gebleven¹⁹³². Een aantal toevoegingen werden uitdrukkelijk afgewezen omdat ze afbreuk zouden kunnen doen aan de consistentie van de geharmoniseerde definitie¹⁹³³. Er werd uiteindelijk gekozen om de Europeesrechtelijke definitie – hoewel deze vaag en voor interpretatie vatbaar is – integraal over te nemen, met echter twee “verhelderingen”¹⁹³⁴. Men vreesde ten eerste dat, indien de definitie ruim zou worden geïnterpreteerd, communicaties die bijvoorbeeld gemaakt worden in het kader van “screen trading” als gevolg van de verhandeling van de effecten op een gereglementeerde of georganiseerde markt, onder deze notie zouden kunnen vallen¹⁹³⁵. Dat zou betekenen dat telkens een dergelijke communicatie zou gebeuren (en dat is dus bijna continu) een “openbare aanbieding” zou plaatsvinden¹⁹³⁶. Om deze reden werd in de *Financial Services And Markets Act 2000* uitdrukkelijk bevestigd dat communicaties in verband met de verhandeling op een gereglementeerde markt of een MTF geen aanbiedingen aan het publiek zijn¹⁹³⁷. Een ander probleem dat zich volgens de Engelse wetgever kon voordoen, betreft het door financiële intermediairs aanbieden van effecten aan vermogensbeheerders die effecten kopen ten behoeve van hun cliënten die niet kwalificeren als gekwalificeerde beleggers. Indien door de vermogensbeheerder wordt heengekeken en de aanbieding kwalificeert als een aanbieding aan de cliënten van de vermogensbeheerder vervalt de mogelijkheid om een beroep te doen op de ‘gekwalificeerde beleggers’- uitzondering. Art. 86 (2) *Financial Services And Markets Act 2000* bepaalt in dit verband dat het aanbieden van effecten aan een (discretionair) vermogensbeheerder niet wordt aangemerkt als het aanbieden van effecten aan de achterliggende cliënten¹⁹³⁸. Net zoals in onze kritiek op de Belgische

The offeror must *intend* to make an offer which, if accepted, would bind her to the agreement. An offer of a security should be distinguished from a “mere puff”; where a “mere puff” is a statement which is too vague to constitute an offer to enter into a contract” (eigen cursivering; de auteur citeert dienaangaande rechtspraak).

¹⁹³² HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 21-22.

¹⁹³³ Zie hierboven, bij de bespreking van de Belgische toevoeging (in 2.3.1).

¹⁹³⁴ HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004, 22, nr. 4.10. Zie tevens N. BOARDMAN, “The United Kingdom”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 314, 317-318.

¹⁹³⁵ Idem. Zie tevens P. NELSON, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (488 p.), 268-270; M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 720, nr. 16.27 : “The clear policy aim here is to provide clarification to ensure that genuine market transactions and the offer or prices through screens are not caught through the wide definition agreed in the Prospectus Directive”.

¹⁹³⁶ Dat kan uiteraard niet de bedoeling zijn van de Europeesrechtelijke definitie (hetgeen m.i. *a contrario* blijkt uit art. 5.3 Prospectusrichtlijn: immers, indien de definitie van “openbare aanbieding” zo ruim zou zijn, zou art. 5.1 Prospectusrichtlijn immers volstaan).

¹⁹³⁷ *Letterlijk* : “Subsection (1) does not include a communication in connection with trading on— (a) a regulated market; (b) a multilateral trading facility [...]” (section 102B(5) *Financial Services And Markets Act 2000*). Cf. HM Treasury, *Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses* (8 p.), 3 : “Q.1. Do you agree that the Directive definition of a public offer benefits from this clarification? [Answer:] There was an overriding consensus that the Directive’s broad definition was in need of a more refined clarification and that the Treasury’s proposed approach significantly reduced the potential for ambiguity. The majority of respondents agreed with the Treasury’s definition of what constitutes a public offer. The Treasury has therefore retained this clarification. Some concern was voiced from a number of respondents that the Treasury’s intention to exclude from the definition of a public offer a communication in connection with screen trading was too narrow an exclusion. The clarification should instead make reference to trading on markets in general, thus giving a wider scope for interpretation. The Treasury has accepted this and will not include the word “screen” in the clarification of the definition of ‘public offer’”.

¹⁹³⁸ De FSA (UKLA) stelt hierover dat “The Treasury’s implementing regulations introduce a provision in Section 86 of FSMA which makes it clear that offers to qualified investors (which would include private client brokers) who can accept offers of securities without referring to the underlying client should not be treated as an offer to that underlying client. The intended effect is that the current position in relation to offers to discretionary private client brokers will continue” (FSA (UKLA), *LIST! Issue No. 10*, juni 2005, op 2). Zie tevens L. FERGUSSON, “Equities”, in: S. GLEESON, *A Practitioner’s Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, Surrey, City and Financial Publishing, 2006 (2e ed.) (399 p.), 209, 218: “Helpfully, the FSA has expressed the view that offers to discretionary brokers, who have the ability to decide

toevoeging moet worden opgemerkt dat deze verhelderingen symptomatisch zijn, en grotendeels zijn terug te brengen tot het meer fundamentele probleem met betrekking tot de “definitieve plaatsing”-regel. Andermaal verwijzen we naar onze analyse daaromtrent (zie 2.2.3.(2)); er kan niettemin worden aangestipt dat de regeling die we *de lege ferenda* voorstellen, ook voor de problematiek van de (discretionaire) vermogensbeheerder een pragmatische en efficiënte oplossing zou bieden. Een laatste probleem dat in de Engelse doctrine aan bod kwam, is of een openbare aanbidding via een zogenaamd *Scheme of Arrangement* onder Section 425 van de *Companies Act* wel of niet kwalificeert als een aanbidding aan het publiek. Er werd dienaangaande geargumenteed dat dergelijke gerechtelijke procedure – waar een rechtbank de voorgestelde verrichting dient goed te keuren – formeel gezien geen “aanbidding” vormt naar Engels recht¹⁹³⁹. O.i. is het echter niet evident dat een dergelijke analyse ook zal worden bevestigd in andere lidstaten. Om deze reden is het niet uitgesloten dat, indien een verrichting via een *Scheme of Arrangement* ook beleggers viseert op het grondgebied van andere lidstaten, de verrichting in die lidstaten toch een openbare aanbidding met zich meebrengt en aldus prospectusplichtig zal zijn, tenzij van een vrijstelling gebruik kan worden gemaakt.

2.3.5. Analyse van de omzettingsbenadering in Duitsland

456. CONTRAST MET DE OUDE REGELGEVING. Voor 2005 was ook de Duitse prospectusreglementering tweeledig. Zo werd een opsplitsing gemaakt tussen enerzijds de *Börsengesetz* (*BörsG*) en de *Börsenzulassungsverordnung* (*BörsZulV*) en anderzijds de *Verkaufsprospektgesetz* (*VerkProspG*)¹⁹⁴⁰. Deze opsplitsing reflecteerde het onderscheid tussen een prospectus voor de toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en een prospectus zonder dat – of voordat – zulke verhandeling plaats zou vinden¹⁹⁴¹. Onder de *BörsG* gold de regel dat effecten enkel konden worden toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt indien een prospectus werd gepubliceerd¹⁹⁴². Onder de *VerkProspG* gold anderzijds dat een verkoopsprospectus moest worden gepubliceerd voor effecten die aan het publiek in de Federale Republiek van Duitsland zouden worden aangeboden en die niet toegelaten werden tot de verhandeling op een Duitse gereglementeerde markt¹⁹⁴³.

457. DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS OPENBARE AANBIEDING NA DE OMZETTING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Deze tweedeling werd opgegeven op het ogenblik dat de Prospectusrichtlijn werd omgezet¹⁹⁴⁴. Abschnitt 1, §2, 4 *Wertpapierprospektgesetz* (WpPG) definieert een openbare aanbidding van effecten (*öffentliches Angebot von Wertpapieren*) als een mededeling gericht aan het publiek, in om het even welke vorm en met om het even welk middel, waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in

to buy shares on behalf of underlying clients, can be treated as offers to qualifying investors, even though the underlying clients may be ordinary members of the public”. Vgl. tevens A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229, op 231.

¹⁹³⁹ Zie M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 721, nr. 16.27 : “The analysis is that there is no offer which enables investors to buy or subscribe for securities but rather there is a court procedure under which members and creditors, as appropriate, are asked to vote on and approve an arrangement. This is a matter of law, and, ultimately for the courts to decide”.

¹⁹⁴⁰ A. KÖNIG, “Prospectus Regulation in Germany”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 215.

¹⁹⁴¹ *Idem*, 215.

¹⁹⁴² Ab. 30, §3 *BörsG*. Zie algemeen J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.).

¹⁹⁴³ Ab. 1 *VerkProspG*.

¹⁹⁴⁴ BaFin, *Jahresbericht der BaFin '05* (Kapitel VI: Aufsicht über den Wertpapierhandel und das Investmentgeschäft), 138: “Die entsprechenden Vorschriften des alten Verkaufsprospektgesetzes, des Börsengesetzes und der Börsenzulassungsverordnung sind weitgehend aufgehoben und einheitlich im WpPG verankert worden”.

staat te stellen tot koop van of inschrijving op deze effecten te besluiten¹⁹⁴⁵. Deze definitie was in 2005 nieuw in het Duitse recht¹⁹⁴⁶. Echter, in de literatuur werd verdedigd dat niettemin bepaalde criteria van de wetgeving voorheen relevant blijven : zo moet voor de beleggers een *concrete* mogelijkheid bestaan om de aangeboden effecten te verwerven¹⁹⁴⁷. De omstandigheid dat dergelijke communicatie beperkt is tot personen uit een bepaalde beroepsgroep of inkomensklasse, doet daaraan niets af¹⁹⁴⁸. Relevant is wel of de potentiële beleggers in Duitsland doelgericht (*zielgerichtet*) aangesproken worden. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien Duitse beleggers op het internet in de Duitse taal worden aangeschreven of indien Duitse aanspreekpunten worden aangeduid¹⁹⁴⁹. Een tegenindicatie is bijvoorbeeld een *disclaimer* die op ondubbelzinnige en duidelijke wijze stelt dat het onmogelijk is om de effecten te verkrijgen in Duitsland (met dergelijke *disclaimer* moet dan via een web-filter worden ingestemd op het ogenblik dat de belegger de website betreedt)¹⁹⁵⁰. Bovendien is de omstandigheid dat het initiatief van de belegger uitgaat, een tegenindicatie dat er sprake zou zijn van een openbare aanbidding, zoals GRUNDMANN stelt: “Den Umstand, dass der Kunde die Initiative ergriffen hat, sieht man in Deutschland als charakteristisch für eine private Plazierung an”¹⁹⁵¹.

458. INHOUDELIJKE BEGRIPSAFBAKENING VAN HET BEGRIP “ÖFFENTLICHES ANGEBOT”. Het begrip “*öffentliches Angebot*” is ruim te interpreteren¹⁹⁵². Vooreerst zal een mededeling die gegevens bevat zoals de aanbiddingsperiode en de prijs of de prijsvork een “openbare aanbidding” uitmaken in de betekenis van de WpPG¹⁹⁵³. Daarenboven is een uitnodiging tot bieden (*invitatio ad offerendum*) een openbare aanbidding. Bovendien wordt bevestigd dat een communicatie aan een onbestemd aantal personen (*incertae personae*) een openbare aanbidding is¹⁹⁵⁴. In de Duitse doctrine werd bovendien geargumenteed dat het Duitse begrip “*eine Mitteilung an das Publikum*” – wat een letterlijke omzetting

¹⁹⁴⁵ Letterlijk : “eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden” (Abschnitt 1, §2, Abs. 4 *Wertpapierprospektgesetz*). M. FINETTE, “Das neue Wertpapierprospektgesetz”, Fachhochschule Köln, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, 1 december 2005 (19 p.), 3; J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.), 77 e.v.

¹⁹⁴⁶ DEUTSCHE BÖRSCHEN AG, *Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*, Gabler Verlag, 2006 (406 p.), 193. Zie evenwel, gunanceerd, J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.), 81: “Ignoriert man das Prädikat ‘ausreichend’ [...] hat sich gegenüber der Rechtslage nach §1 VerkProspG a.F. in der Sache nichts geändert”.

¹⁹⁴⁷ Idem, 193-194 : “[...] [w]enn für die Investoren bereits eine knonkrete Möglichkeit zum Erwerb der beworbenen Wertpapiere besteht”. Deutsche Börse benadrukt echter dat het praktische effect hiervan gering is : “Da Mitteilungen im Sinne der Legaldefinition in der Praxis auch regelmäßig mit einer konkreten Erwerbsmöglichkeit einhergehen werden, dürften die praktischen Auswirkungen dieser unterschiedlichen Kriterien gering sein” (op 193).

¹⁹⁴⁸ Zie tevens K. HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz*, 1991, 66; F. SCHÄFER, “Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufprospekt”, *ZIP* 1991, 1557, 1560.

¹⁹⁴⁹ DEUTSCHE BÖRSCHEN AG, *Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*, Gabler Verlag, 2006 (406 p.), 193 : “[...] bei Werbemaßnahmen im Internet in deutscher Sprach oder unter Nennung deutscher Ansprechpartner vorliegen”.

¹⁹⁵⁰ Idem, 194.

¹⁹⁵¹ S. GRUNDMANN, Das Emissionengeschäft (§112), in : SCHIMANSKY, BUNTE en LWOWSKI (eds.), *Bankrechts-Handbuch – Band II*, München, Verlag C.H. Beck, 2007 (2669 p.), 1190-1272; HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz*, 1991, 66.

¹⁹⁵² Idem, 1217; J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.), 80.

¹⁹⁵³ Idem, 194 : “Grundsätzlich wird eine an das breite Publikum gerichtete Ansprache, die angebotsbezogene Angaben wie Zeichnungsfrist und Preis bzw. Preisspanne der Wertpapiere enthält, in einem öffentlichen Angebot im Sinne des WpPG resultieren. Somit führt in der Regel jegliche konkrete Werbung für die Wertpapiere zum Vorliegen eines öffentlichen Angebots mit der Folge des Eingreifens der Prospektpflicht”.

¹⁹⁵⁴ Idem. Zie tevens F. SCHÄFER, “Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufprospekt”, *ZIP* 1991, 1557, 1559f; PASKERT, *Informations- und Prüfungspflichten bei Wertpapieremissionen – Verkaufsprospekt, Börsenzulassungsprospekt, Unternehmensbericht*, 1991, 20.

is van de Prospectusrichtlijn – minder breed is dan de Engelse tekstversie “*communication to persons*”¹⁹⁵⁵. In de voorbereidende werken preciseerde de Duitse wetgever voorts dat de openbare aanbidding niet noodzakelijk ook een “aanbidding” is in de betekenis van het (Duitse) verbintenissenrecht¹⁹⁵⁶. De verwijzing naar “voldoende informatie” impliceert dat een algemene reclameuiting, publicaties of informatie (*Werbemaßnahmen, Veröffentlichungen und Informationen*), waarbij op de mogelijkheid wordt gewezen van de aankoop van effecten, maar nog geen mogelijkheid tot aankoop van of inschrijving op de effecten bestaat, geen openbare aanbidding uitmaakt¹⁹⁵⁷. Algemene notoriëitsreclame (*allgemeine Imagewerbung*) of wettelijk verplichte publicaties (*Pflichtveröffentlichungen*), bijvoorbeeld met betrekking tot de toelating van effecten tot de verhandeling op een markt, kunnen bijgevolg geacht worden geen “openbare aanbiddingen” uit te maken¹⁹⁵⁸. SCHANZ EN SCHALAST gaan zelfs nog verder en stellen dat ook zuivere reclame (*reine Werbung*) of algemene publicaties en informatie, die melding maken van de mogelijkheid om te beleggen, zonder dat echter voorzien wordt in de mogelijkheid te beleggen of te betalen, eveneens niet als “openbare aanbidding” zouden kunnen gekwalificeerd worden¹⁹⁵⁹.

459. KWALIFICATIES IN DE VOORBEREIDENDE WERKEN. De voorbereidende werken bevatten enkele bijkomende preciseringen die de Duitse wetgever wenste aan te brengen aan het openbare aanbiddingsbegrip. Ten eerste maakt “het doorgeven van uitgiften van rechten” (*Bezugsrechtsangeboten*) of de kennisgeving aan aandeelhouders omtrent de boeking van nieuwe aandelen door de depotbank geen openbare aanbiddingen uit¹⁹⁶⁰. Evenmin maken omzettingsprocedures (*Umwandlungsvorgänge*) een openbare aanbidding uit, indien de personen die reeds voor de omzetting effecten van de overdrager aanhouden, geen bijkomende betalingen verrichten wegens deze omzettingsprocedure¹⁹⁶¹. Er is ten slotte bepaald dat mededelingen op grond van de handel in effecten

¹⁹⁵⁵ H. SCHNEIDER en H. HAAG, “Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?”, 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 373 : “The WpPG transforms literally the quoted words of the German language PD. Obviously, in the context of securities offers, the term ‘communication to the public’ is narrower than ‘communication to persons’”.

¹⁹⁵⁶ *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 28. Volgens de voorbereidende werken vloeit dit voort uit de Prospectusrichtlijn. Zo wordt met name de vrijstelling van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn aangehaald (“[...] aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”) dat volgens de Duitse wetgever aantoont dat het begrip “openbare aanbidding” ruimer is dan civielrechtelijke aanbiddingen (anders was deze vrijstelling immers niet nodig geweest) (“Dies ergibt sich aus Artikel 4 Abs. 1 Buchstabe e der Prospekttrichlinie. Eine Ausnahme von der Prospektpflicht für das öffentliche Angebot von Wertpapieren wäre nicht notwendig, wenn der Begriff des Angebots nicht auch den Fall erfassen würde, dass Wertpapiere zugeteilt werden oder zugeteilt werden sollen”).

¹⁹⁵⁷ Idem, 28 : “Das Merkmal „ausreichender Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden“ nimmt in Übereinstimmung mit dem bisherigen Begriffsverständnis vom „öffentlichen Angebot“ lediglich allgemeine Werbemaßnahmen, Veröffentlichungen und Informationen aus, in denen auf die Möglichkeit zum Erwerb von Wertpapieren hingewiesen wird und bei denen noch keine Erwerbs- oder Zeichnungsmöglichkeit besteht”.

¹⁹⁵⁸ DEUTSCHE BÖRSCHEN AG, *Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*, Gabler Verlag, 2006 (406 p.), 194 : “Ausgenommen sind lediglich allgemeine Imagewerbung sowie Pflichtveröffentlichungen, die z.B. im Zusammenhang mit der Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr vorzunehmend sind; derartige Veröffentlichungen stellen keine Mitteilungen an das Publikum im Sinne eines öffentlichen Angebots dar und begründen für sich genommen keine Prospektpflicht”.

¹⁹⁵⁹ Zie K.-M. SCHANZ en Ch. SCHALAST, “Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005”, *HfB – Working Paper Series No. 74*, juli 2006 (66 p.), 9 : “[w]enngleich weder der Wortlaut des WpPG noch die Prospekttrichlinie auf die tatsächliche Zeichnungsmöglichkeit abstellen, führen reine Werbung oder allgemeine Veröffentlichungen und Informationen, in denen auf die Möglichkeit zum Erwerb von Wertpapieren hingewiesen wird, ohne dass eine Erwerbs- oder Zeichnungsmöglichkeit besteht, nicht zu einer Prospektpflicht”. Zie tevens T. HOLZBORN en A. ISRAEL, “Das neue Wertpapierprospektrecht”, *ZIP*, 2005, 1668.

¹⁹⁶⁰ *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 28 : “Weiterleitung von Bezugsrechtsangeboten oder die Benachrichtigung der Aktionäre über die Zubuchung junger Aktien durch die Depotbank stellt kein öffentliches Angebot im Sinne dieses Begriffsverständnisses dar”.

¹⁹⁶¹ Idem, 28 : “Auch Umwandlungsvorgänge nach dem Umwandlungsgesetz stellen kein öffentliches Angebot dar, sofern die Personen, die bereits vor Wirksamwerden des Umwandlungsvorganges Wertpapiere des übertragenden Rechtsträgers halten, des Umwandlungsvorganges

op een gereglemeenteerde markt of op een vrije markt (*im Freiverkehr*) geen openbare aanbieding uitmaken¹⁹⁶². De *Bundesrat* had in eerste instantie verzocht om daaraan toe te voegen dat, eens effecten worden toegelaten tot de verhandeling op een gereglemeenteerde markt, elke “openbare aanbieding” van dergelijke effecten eindigt¹⁹⁶³. De *Bundesregierung* repliceerde daarop dat dergelijke uitdrukkelijke regeling niet in het daarvoor geldende recht bestond, en dat de meerwaarde van dergelijke regeling niet duidelijk was¹⁹⁶⁴. Dat antwoord werd niettemin bekritiseerd door het DEUTSCHES DERIVATE INSTITUT¹⁹⁶⁵, een kritiek die overigens gedeeld werd door de ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS : er kan voor uitgevende instellingen van effecten met een lange duurtijd (bijvoorbeeld opties of andere gestructureerde producten) onduidelijkheid bestaan omtrent het precieze tijdstip waarop de openbare aanbieding eindigt¹⁹⁶⁶. Een soortgelijke potentiële onduidelijkheid kan bestaan indien er een *market making* procedure plaatsvindt voor dergelijke effecten¹⁹⁶⁷.

keine Zuzahlungen für den Erwerb der Wertpapiere leisten sollen”.

¹⁹⁶² Abschnitt 1, §2, Abs. 4 *Wertpapierprospektgesetz*. Cf. tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 28 : “Klargestellt wird, dass Mitteilungen aufgrund des Handels von Wertpapieren an einem organisierten Markt oder im Freiverkehr kein öffentliches Angebot darstellen” en “Daher ist die bloße Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr kein öffentliches Angebot. Erfolgen hingegen nach der Einbeziehung in den Freiverkehr konkrete Werbemaßnahmen, liegt ein öffentliches Angebot vor”.

¹⁹⁶³ *Zie Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung – Begründung*, Unterrichtung durch die Bundesregierung (Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung), *Deutscher Bundestag Drucksache 15/5219*, 15. Wahlperiode (zu *Drucksache 15/4999*), 7 april 2005, 1 (“Mit der Einbeziehung in den Handel oder der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt endet das öffentliche Angebot”). Cf. tevens DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, “Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)”, 3 januari 2005 (18 p.), 6 : “Insbesondere bei Wertpapieren, die im Anschluss an ein öffentliches Angebot nicht an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen werden und nicht den diesbezüglichen Zulassungsfolgenpflichten unterliegen, sollte in Übereinstimmung mit der ständigen Aufsichtspraxis der BaFin in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass auch in Zukunft weder die Einbeziehung in den Freiverkehr noch etwaige daraus resultierende Pflichten zum Market Making ein öffentliches Angebot darstellen”.

¹⁹⁶⁴ *Zie Gegenäußerung der Bundesregierung – Zu Artikel 1 (§ 2 Nr. 4 Satz 2 – neu –, Satz 3 – neu – WpPG)*, Unterrichtung durch die Bundesregierung (Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung), *Deutscher Bundestag Drucksache 15/5219*, 15. Wahlperiode (zu *Drucksache 15/4999*), 7 april 2005, 7.

¹⁹⁶⁵ DEUTSCHES DERIVATE INSTITUT, “Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Regierungsentwurf des Prospektrichtlinie- Umsetzungsgesetzes am 13. April 2005”, 8 april 2005 (29 p.), 4 : “Verschiedene Vorgaben des Wertpapierprospektgesetzes knüpfen an den Begriff des „öffentlichen Angebots“ an; genannt seien beispielsweise die Gültigkeit des Prospekts (§ 9 WpPG) und die Nachtragspflicht (§ 16 WpPG). Hierbei handelt es sich um weitreichende Pflichten des Emittenten oder Anbieters, so dass Rechtssicherheit bestehen muss, dass zumindest dann kein öffentliches Angebot mehr vorliegt, wenn die Wertpapiere zum Handel zugelassen werden oder eine Einbeziehung erfolgt. Hiermit wird nach allgemeiner Ansicht der Sekundärmarkt eröffnet. In ihrer Gegenäußerung zur Stellungnahme des Bundesrates vom 18. März 2005 zu § 2 Nr. 4 WpPG erklärt die Bundesregierung, dass der „...Mehrwert der vorgeschlagenen Regelung (...) nicht ohne weiteres erkennbar...“ sei. *Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass mit dieser Ergänzung unter den genannten Voraussetzungen leicht bestimmt werden kann, wann ein öffentliches Angebot nicht mehr vorliegt und somit für alle Marktteilnehmer einschließlich der Aufsichtsbehörde ein erhebliches Maß an Klarheit und damit an Rechtssicherheit gewonnen wird*” (eigen cursivering).

¹⁹⁶⁶ ZENTRALERKREDITAUSSCHUSS, “Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum Diskussionsentwurf eines Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes”, januari 2005 (10 p.), 7 : “Insbesondere für Emittenten von über einen längeren Zeitraum angebotenen Nicht-Dividendenwertpapieren (z. B. Schuldverschreibungen, Optionsscheinen und anderen strukturierten Produkten) müssen rechtssicher einschätzen können, ab welchem Zeitpunkt das öffentliche Angebot endet. Im Interesse einer größtmöglichen Rechtsicherheit wäre es deshalb hilfreich, wenn in Anlehnung an die ständige Aufsichtspraxis der BaFin in die Gesetzesbegründung aufgenommen werden könnte, *dass ein öffentliches Angebot jedenfalls nicht allein deshalb vorliegt, weil das emittierte Wertpapier börsennotiert oder in die Preisfeststellung des Freiverkehrs einbezogen ist bzw. Informationen über das emittierte Wertpapier ohne Nennung konkreter Ansprechpartner im Internet bereitgestellt werden*” (eigen cursivering).

¹⁹⁶⁷ Idem, 7-8 : “Dasselbe sollte für den Fall gelten, dass der Emittent Eigenhandelsbestände des emittierten Wert papiers zum Zwecke der Marktpflege oder im Rahmen des Marketmaking lediglich zur Stellung von Kauf- und Verkaufskursen verwendet”.

2.3.6. Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek

460. VAN DE TOEGELATEN MARGE TOT DIVERGENTIE WERD GEBRUIK GEMAAKT. De – reeds bekritiseerde – houding van de Europese Commissie laat in principe toe dat een mededeling die in de ene jurisdictie wel geldt als een openbare aanbidding, dat niet is in een andere jurisdictie. We hebben in onze analyse hierboven inderdaad geconstateerd dat van de toegelaten marge tot divergentie inderdaad gebruik gemaakt is. Meer in detail kan men het volgende concluderen. De *Belgische* wetgever lijkt – zonder daarover uitdrukkelijk duidelijkheid te verschaffen – eerder een verbintenisrechtelijke interpretatie van het “voldoende informatie”-begrip voor te staan. Zo volstaat het, volgens de Memorie van Toelichting van de Prospectuswet, dat de belangrijkste kenmerken van de aanbidding worden beschreven en dat de prijs van de aanbidding is bepaald of kan worden bepaald. Anderzijds heeft de Belgische wetgever voorzien in drie belangrijke afwijkingen op de Europeesrechtelijke definitie. Ten eerste werd aan de definitie toegevoegd dat de aanbidding moet worden verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon. Er is op gewezen dat deze toevoeging reeds op zich ongelukkig is. Maar ook kan men vaststellen dat deze toevoeging strijdig is met de Prospectusrichtlijn waarbij de identiteit en hoedanigheid van de persoon die de aanbidding doet, irrelevant is¹⁹⁶⁸. Ten slotte voegt de Belgische Prospectuswet nog twee uitzonderingen – die niet in de Prospectusrichtlijn voorkomen – toe, namelijk de “loutere mededeling” en de “loutere aanvaarding”. De *Nederlandse* omzetting benadert daarentegen getrouw de definitie van de Prospectusrichtlijn. Een aanbidding aan één persoon kan geen “openbare aanbidding” zijn. De aanbidding wordt hoofdzakelijk verbintenisrechtelijk gedefinieerd als een aanbod bedoeld in de zin van artikel 6:217, eerste lid BW alsook elke uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod. Verder bepaalt de Vrijstellingsregeling Wft dat het aanbieden van effecten aan cliënten van een (discretionair) vermogensbeheerder vrijgesteld is van de prospectusplicht. Dergelijke relatief getrouwe omzetting contrasteert sterk met de *Fransen* omzetting. Via de “redéfinition en creux” heeft de Franse wetgever in wezen de notie “openbare aanbidding” van de Prospectusrichtlijn niet omgezet; de bestaande definitie van de “*appel publique à l'épargne*” blijft immers gelden, namelijk “*l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement*”. Deze notie staat op gespannen voet met de Europeesrechtelijke notie. Immers, waar het voor de “openbare aanbidding” irrelevant is op welke wijze de communicatie gebeurt, is het “openbaar beroep op het spaarwezen” precies geijkt op de wijze waarop het aanbod gedaan wordt, namelijk door reclame, leuren (*démarchage*) of via een beroep op tussenpersonen. In het *Verenigd Koninkrijk* zetten de *Financial Services And Markets Act 2000* en de *Prospectus Rules* de Prospectusrichtlijn getrouw om. Niettemin heeft ook de Engelse wetgever gekozen voor een aantal “verhelderingen”. Ten eerste is bevestigd dat communicaties in verband met de verhandeling op een gereguleerde markt of een MTF geen aanbiddingen aan het publiek zijn. Ten tweede werd gesteld dat het aanbieden van effecten aan een (discretionair) vermogensbeheerder niet wordt aangemerkt als het aanbieden van effecten aan de achterliggende cliënten. De *Duitse Wertpapierprospektgesetz* zet ten slotte de Europeesrechtelijke notie eveneens relatief getrouw om. Verrassend is dat, hoewel de Duitse wetgever eenzelfde notie hanteert als de Nederlandse wetgever (nl. een aanbod of een uitnodiging tot bieden oftewel de *invitatio ad offerendum*), de Duitse wetgever preciseert dat de openbare aanbidding niet noodzakelijk ook een “aanbidding” is in de betekenis van het (Duitse) verbintennisrecht. Daarnaast werden zowel in de voorbereidende werken als in de rechtsleer talloze verduidelijkingen aangebracht, zoals (i) de potentiële beleggers in Duitsland moeten doelgericht (*zielgerichtet*) aangesproken worden (met het gebruik van de Duitse taal als één van de criteria), (ii) “het doorgeven van uitgaven van rechten” (*Bezugsrechtsangeboten*) of de kennisgeving aan aandeelhouders omtrent de boeking van nieuwe aandelen door de depotbank is geen openbare aanbidding, en (iii) omzettingsprocedures (*Umwandlungsvorgänge*) maken – onder voorwaarden – evenmin een openbare aanbidding uit, of (iv) mededelingen op grond van de handel in effecten op een georganiseerde markt of op een vrije markt (*im Freiverkehr*) zijn eveneens geen openbare aanbidding.

¹⁹⁶⁸ Zie de analyse in 2.2 hierboven.

461. DIVERGENTIES, TOEVOEGINGEN EN VERHELDERINGEN. Uit bovenstaand rechtsvergelijkend onderzoek blijkt dat alle wetgevers elk eigen divergenties, toevoegingen of verhelderingen hebben toegevoegd. O.i. hebben deze divergenties drie eigenschappen gemeen. Ten eerste zijn de divergenties niet op mekaar geënt; dat kon ook amper, omdat de omzetting parallel en onder zware tijdsdruk is gebeurd¹⁹⁶⁹. Ten tweede hebben we (abstractie makend van de Franse non-omzetting) geen evidentie of vermoedens kunnen terugvinden die erop zouden duiden dat de divergenties te kwader trouw zouden zijn aangebracht (vb. om protectionistische motieven). Ten derde bleken de meeste divergenties zinvol te zijn, of minstens een poging om een lacune of probleem met de Europeesrechtelijke notie te remediëren. De meeste toevoegingen en verhelderingen werden aangebracht om tegemoet te komen aan bepaalde bezorgdheden die vaak geïnspireerd waren door de eigen marktpraktijk of de eigen cultuur.

462. KRITISCHE EVALUATIE VAN DEZE VASTSTELLING. Nu we vastgesteld hebben dat er aanzienlijke divergenties zijn, moet de vraag gesteld worden of deze relevant zijn. De analyse onder 2.4 hieronder beoogt daarop een antwoord te bieden.

2.4. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1 EN FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEF

2.4.1. Aanzienlijke divergenties (en de relevantie daarvan)

463. DIVERGENTIES GETOETST AAN DE HARMONISATIETEST. Dergelijke divergenties ogen nogal vreemd. In welke mate kan men over een *geharmoniseerde prospectusreglementering* spreken indien bijvoorbeeld een “openbare aanbidding” in de ene lidstaat wordt gedefinieerd in verbintenisrechtelijke termen, terwijl een andere lidstaat uitdrukkelijk heeft gesteld dat het niet vereist is dat deze “openbare aanbidding” ook een “aanbod” is in de betekenis van het verbintennisrecht? Daarbij moet de vraag gesteld worden of dergelijke divergenties de toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 zouden doorstaan. Weliswaar zal er bij IPO’s doorgaans weinig twijfel over bestaan dat een bepaalde verrichting een “openbaar” karakter heeft. Dit is des te meer het geval aangezien de vrijstellingen geharmoniseerd zijn : men kan argumenteren dat indien uitgevende instellingen de zekerheid hebben dat zij in alle relevante lidstaten onder de (geharmoniseerde) (gehele) vrijstellingen vallen, de definitie van de “openbare aanbidding” in diezelfde lidstaten niet veel uitmaakt. Desalniettemin riskeren door de aangehaalde divergenties toch bepaalde inefficiënties in de financiële intermediatie te ontstaan.

464. ONNODIGE VERHOOGING VAN DE JURIDISCHE COMPLEXITEIT. Ten eerste wordt een juridisch complexe situatie geschapen indien eenzelfde mededeling in de ene jurisdictie wel, en in de andere jurisdictie geen aanleiding tot een openbare aanbidding geeft. Het is moeilijk de baten te zien van dergelijke verhoogde juridische complexiteit. Dergelijke divergerende noties riskeren bijkomende transactiekosten met zich mee te brengen waardoor de financiële intermediatie duurder (of risicovoller) wordt.

465. WERKELIJKE IMPACT VAN DE DIVERGENTIES OP DE TIMING EN STRUCTUUR VAN VOORGENOMEN VERRICHTINGEN. Ten tweede kunnen de divergenties een werkelijke impact hebben op de timing en structuur van een voorgenomen verrichting. Het is immers, afhankelijk van de feiten, niet zeker dat een communicatie die in België (nog) geen openbare aanbidding uitmaakt, toch reeds een uitnodiging tot een aanbod kan uitmaken in Nederland. Bij pan-Europese verrichtingen kunnen de divergente noties leiden tot *mismatches* in de structuur van de verrichting. Dit kan bijvoorbeeld spelen bij werknemersoptieplannen aangeboden door multinationale ondernemingen, waar de uitgevende instelling of de aanbieder allicht het risico wil vermijden in bepaalde lidstaten wel, en in andere geen, openbare aanbidding te doen. De uitgevende instelling kan ook vermijden om bepaalde communicaties

¹⁹⁶⁹ Cf. Deel 1, Hoofdstuk 2.

voorafgaand aan een openbare aanbidding te doen, waarvan men weliswaar weet dat ze in de lidstaat van herkomst niet beschouwd worden als “openbare aanbidding”, maar waarvan geen absolute zekerheid bestaat dat hetzelfde ook het geval is in alle andere relevante lidstaten.

466. GEVOLGEN VOOR DE BEPALING VAN DE LIDSTAAT VAN HERKOMST. Ten derde is de toezichthoudende overheid van de “lidstaat van herkomst” niet noodzakelijk de toezichthoudende overheid van de lidstaat waar de uitgevende instelling het meest affiniteit mee heeft (vb. omdat haar effecten van oudsher toegelaten zijn op een aldaar gelegen gereguleerde markt)¹⁹⁷⁰. De uitgevende instelling in kwestie riskeert bijgevolg “verrast” te worden door een divergerende notie van een “openbare aanbidding”.

467. GEVOLGEN ONDER DE HARMONISATIE-TEST. Deze divergenties reduceren potentieel de efficiëntie waarmee vraag en aanbod van kapitaal mekaar ontmoeten doordat transactiekosten verhoogd worden. De divergenties zijn bijgevolg relevant onder de harmonisatie-test.

2.4.2. Argumentatie pro een verbintenisrechtelijke invulling van het begrip “openbare aanbidding”

468. VERHOGEN VAN DE EFFICIËNTIE DOOR *EX ANTE* DUIDELIJKE, VERBINTENISRECHTELIJKE CRITERIA. Kan de efficiëntie van de financiële intermediatie verhoogd worden door te voorzien in *ex ante* duidelijke, verbintenisrechtelijke criteria? De zienswijze waarbij het begrip “voldoende informatie” inhoudelijk wordt ingevuld met verwijzing naar de verbintenisrechtelijke regels is naar Belgisch recht in de *Commentaire Mégret* verdedigd als volgt: “[p]our définir la notion d’information suffisante, il semble opportun de se référer aux principes de base de droit civil relatifs au contrat de vente (lequel contrat constitue l’essence même d’une offre publique). La doctrine enseigne que pour qu’un contrat de vente existe, il faut que les parties s’accordent sur les éléments essentiels de cette vente et que ceux-ci soient déterminés ou, à tout le moins objectivement déterminables. Au premier rang des éléments essentiels du contrat de vente figurent la chose vendue (en ce compris la nature, le nombre et les principales caractéristiques des valeurs mobilières concernées) et le prix. L’on ne saurait parler d’offre publique à propos d’une communication qui ne contiendrait aucun élément d’information relatif au prix. La situation sera en revanche plus floue et suscitera davantage de discussions lorsque la communication contiendra une fourchette de prix, laissant à l’offrant le soin de déterminer celui-ci sur une base discrétionnaire. L’ampleur de la fourchette jouera à cet égard un rôle déterminant”¹⁹⁷¹. Het klassieke verbintenisrechtelijk typevoorbeeld van essentiële contractinformatie naar Belgisch recht is inderdaad de vermelding of bepaalbaarheid van voorwerp en prijs. Om een investeringbeslissing te nemen, dient de potentiële belegger te weten in wat hij of zij investeert en wat de prijs is van deze investering¹⁹⁷². Logischerwijze vormen het voorwerp en prijs bijgevolg precies de kern van de aanbidding.

469. DUIDELIJKHEID VAN DE VERBINTENISRECHTELIJKE CRITERIA. Een ogenschijnlijk voordeel van dergelijke redenering is de duidelijkheid waarmee een mededeling die wel een “openbare aanbidding” uitmaakt, kan worden onderscheiden van een mededeling die dat niet is. Alles komt neer op de vraag of de mededeling *in casu* een verbintenisrechtelijke aanbidding vormt. Dit is een helder criterium¹⁹⁷³.

¹⁹⁷⁰ Hier kan eveneens verwezen worden naar de problematiek inzake de bepaling van de “lidstaat van herkomst” (cf. *infra*).

¹⁹⁷¹ D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 461-462.

¹⁹⁷² Zie vb. CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 9.

¹⁹⁷³ M. EVANS, “The Prospectus Directive”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.), 193, 196: “On the basis that this definition is unlikely to catch materials that do not refer to the offer price, it should not unduly constrain the distribution of preliminary promotional materials before publication of a prospectus”.

Bovendien vergroot het gebruik van verbintenisrechtelijke begrippen in het domein van het financieel recht de interne consistentie van het recht. Dat kan op zijn beurt leiden tot meer rechtszekerheid, aangezien de doctrine en rechtspraak van het ene domein relevant zal zijn voor het andere. Verwijzend naar de hierboven aangehaalde transactiekosten, kan het gebruik van verbintenisrechtelijke criteria – in de hypothese dat alle lidstaten van de E.E.R. dergelijke criteria zouden hanteren – de transactiekosten gedeeltelijk reduceren. Immers, de criteria zouden weliswaar nog verschillen van jurisdictie tot jurisdictie, maar niettemin kan verwacht worden dat de verbintenisrechtelijke criteria om uit te maken of een bepaalde mededeling al dan niet een aanbod is, zelf vastomlijnd en duidelijk zijn, en alleszins geschraagd door vaststaande rechtspraak.

470. AANSLUITING BIJ DE PROSPECTUSRICHTLIJN. De Prospectusrichtlijn lijkt bovendien enigszins aan te leunen bij een verbintenisrechtelijke opvatting waar prijs en voorwerp centraal staan. De Prospectusrichtlijn laat met name aan de lidstaten de keuze om hetzij te eisen dat de criteria en/of voorwaarden of de maximumprijs van de aanbieding in het prospectus worden opgenomen, hetzij de beleggers het recht te verlenen om zich terug te trekken na de publicatie van de definitieve prijs¹⁹⁷⁴. Hieruit zou men kunnen afleiden dat de Prospectusrichtlijn de prijs beschouwt als onderdeel van de essentiële informatie op basis waarvan een belegger een beleggingsbeslissing kan maken¹⁹⁷⁵. Sommige auteurs gaan nog verder en suggereren dat, indien elke verwijzing naar de prijs ontbreekt, er geen sprake zou zijn van een openbare aanbieding¹⁹⁷⁶. De situatie is echter minder duidelijk dan het bij een oppervlakkige lezing van de Prospectusrichtlijn lijkt. Immers noch de Prospectusrichtlijn, noch de Prospectusverordening, noch enige CESR niveau 3 documenten geven aan wat precies moet begrepen worden onder de “criteria en/of voorwaarden”¹⁹⁷⁷. Het is ook niet geheel duidelijk wanneer deze criteria en/of voorwaarden precies moeten vastgesteld worden¹⁹⁷⁸. Bovendien bevestigt de Prospectusverordening dat de prijsvermelding in een prospectus niet verplicht is voor een aanbieding van obligaties met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR¹⁹⁷⁹.

¹⁹⁷⁴ Art. 8.1 Prospectusrichtlijn.

¹⁹⁷⁵ D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d’Etudes Européennes, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 2007 (625 p.), 462 (zie in het bijzonder de voetnoot).

¹⁹⁷⁶ Cf. D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia* 2004/3, 379, 389: “[t]his definition is unlikely to encompass materials that do not refer to the offer price, and therefore would not appear to constrain the distribution of preliminary promotional materials before the publication of a prospectus”.

¹⁹⁷⁷ E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461, 471. Deze auteur geeft aan dat het belangrijk is de precieze rijwijdte van deze bepaling van de Prospectusrichtlijn correct in te schatten, gezien de impact daarvan op de vraag of een belegger die inschrijft op de aangeboden effecten al dan niet nog deze beslissing kan herroepen (“[...] UK regulatory practice has come down quickly in favour of accepting that price range prospectuses in the form followed by *Standard Life* avoid withdrawal rights problems, at least where the final price is within the indicative price range. Where the final price is not within the indicative price range, a supplementary prospectus may be required, in which case its publication would trigger withdrawal rights”).

¹⁹⁷⁸ S. LOMBARDO, “The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union”, *EBOR*, 2007, 8:4, 521, 558 : “In any case, the wording [...] does not require that the final offering price (or the final quantity) is set before the closing of the offering period. This means that the syndicate can set the final price and the final quantity when the offering period ends. (This corresponds precisely to the bookbuilding procedure of price fixing after the examination of the order book)”. In een interessante passage gaat deze auteur vervolgens in op de kwalificatie van de herroeping op grond van art. 8.b Prospectusrichtlijn, waarbij hij concludeert op basis van een lezing van de tekst dat twee alternatieve zienswijzen bestaan: “Intuitively, Article 8(b) seems to refer properly and literally to the possibility to withdraw a non-binding (i.e. non-concluded) contract [...] and may be practically be interpreted as the possibility for the investor to cancel simple non-binding buying orders (to purchase or to subscribe for shares). Alternatively, but [less] convincingly, the article may refer to the rescission [...] of an already closed and binding contract” (op 559). Vgl. tevens D. VAN GERVEN en E. JANSSENS, “Belgium”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 71, op 77.

¹⁹⁷⁹ In Bijlage III met betrekking tot de minimale informatievereisten voor de verrichtingsnota voor aandelen verplicht rubriek 5.3.1. de vermelding van de prijs waartegen de effecten zullen worden aangeboden. Indien deze prijs niet bekend is of indien er geen gevestigde en/of

2.4.3. Argumentatie contra een verbintenisrechtelijke invulling van het begrip “openbare aanbidding”

471. SPANNING TUSSEN DE KLASSIEKE VERBINTENISRECHTELIJKE CRITERIA EN DE REALITEIT. Duidelijkheid, elegantie en consistentie – het lijken voordelen van het gebruik van verbintenisrechtelijke invulling van het begrip “openbare aanbidding” waar moeilijk iets zinnigs tegen in kan gebracht worden. Niettemin bestaan argumentaties contra de verbintenisrechtelijke invulling. Laten we vooreerst nagaan of de verbintenisrechtelijke benadering strookt met de economische realiteit omtrent hoe openbare aanbiddingen gebeuren. In haar rapport van september 2007 omtrent de werking van de Prospectusrichtlijn stelde de EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME) dat : “The Prospectus Directive is based on a very traditional model of how securities are placed and traded. The directive best fits the model of an issuer that decides to launch an offer of shares at a determined time in the following months, prepares a prospectus, starts a subscription period with a fixed price, sells all the shares and lists them afterwards on a regulated market. *However, this model is no longer representative: the world of new issuing activities has changed dramatically. Even the IPO market has become a flexible business with issuers deciding within days to tap the market without fixed prices or volumes, with the ability to interrupt the subscription if market sentiment changes.* In the case of debt securities, such practice is standard – there may be a span of no more than a few hours between the first discussion of an idea and the launch of the bond or a reference pricing when approaching investors, in order to be open to any market movement. In contrast to such market practice, most derivative securities are issued with fixed terms and conditions and an initial selling price without any concrete demand for the product having been identified. *They are intended to provide portfolio ideas to investors and the placement is effectively done via the secondary market trading*” (eigen cursivering)¹⁹⁸⁰. De flexibiliteit waarnaar wordt verwezen, impliceert dat het precieze volume of de prijs van de aan te bieden effecten een dynamisch, niet op voorhand afgebakend gegeven is¹⁹⁸¹. Bovendien is het, door het toegenomen gebruik van *bookbuilding*-systemen, vaak niet mogelijk op voorhand gegevens op te nemen¹⁹⁸². Daardoor staat deze flexibiliteit op gespannen voet met een verbintenisrechtelijke benadering : in gevallen waarbij het voorwerp of de prijs niet of nagenoeg niet bepaalbaar zijn, zal dergelijke mededeling *verbintenisrechtelijk* niet beschouwd kunnen worden als een aanbidding.

liquide markt voor de effecten bestaat, moet vermeld worden “hoe de laatprijs is bepaald en wie de criteria voor de bepaling ervan heeft vastgelegd, of wie formeel verantwoordelijk is voor de bepaling van de laatprijs” (zie Rubriek 5.31. van Bijlage III bij de Prospectusverordening). Ook Bijlage V met betrekking tot de minimale informatievereisten voor de verrichtingsnota voor obligaties met een nominale waarde per eenheid van *minder dan 50.000 EUR* verplicht te vermelden wat “de verwachte prijs [is] waartegen de effecten zullen worden aangeboden of van de wijze waarop de prijs zal worden bepaald en hoe deze zal worden bekendgemaakt” (zie Rubriek 5.31. van Bijlage V bij de Prospectusverordening). Echter, Bijlage XIII met betrekking tot de minimale informatievereisten voor de verrichtingsnota voor obligaties met een nominale waarde per eenheid van *ten minste 50.000 EUR* stelt het niet verplicht om dergelijke verwachte prijs weer te geven.

¹⁹⁸⁰ EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 9.

¹⁹⁸¹ Zie tevens S. LOMBARDO, “The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union”, *EBOR*, 2007, 8:4, 521, 530: “It starts from the theoretical but also empirically well-founded assumption that IPOs are no longer structured on the basis of an ex ante fixed price (fixed price offering). Today, the syndicate identifies ex ante only a price range (i.e., a minimum and a maximum price), while the final price of the offering is made just a few days (or hours) before trading on the stock exchange starts at the end of the offering period”.

¹⁹⁸² Vgl. P. DE VRIES, “Geslaagde introductie”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1999, nr. 1, 3, op 3: “Veelal wordt slechts een voorlopig prospectus gepubliceerd, mede omdat de uiteindelijke prijs via *bookbuilding* wordt vastgesteld. Hoe meer variabelen via dit systeem worden vastgesteld, des te geringer is de informatie in het voorlopig prospectus. Een mooi voorbeeld was de uitgifte van converteerbare obligaties BAM in december 1997, waar in het prospectus op de plaats van de looptijd, uitgiftekoers, conversieprijs en rentepercentage slechts een zwart blokje werd afgedrukt. Zo was alleen de emittent bekend en ontbraken de vier belangrijkste variabelen die de belegger in staat stellen een afgewogen beslissing te nemen”.

472. MODULERING VAN DE TIMING. Een mogelijk antwoord daarop is dat dit op zich genomen geen probleem hoeft te zijn. De mededeling zou dan immers pas in een later stadium een “openbare aanbieding” worden, namelijk op het ogenblik dat er “voldoende informatie” aanwezig is om gekwalificeerd te worden als aanbieding in de verbintenisrechtelijk zin. Dit antwoord is logisch correct, maar komt o.i. toch tekort. Via toepassing van de klassieke verbintenisrechtelijke regels wordt het tijdstip dat een “openbare aanbieding” plaatsvindt, immers potentieel uitgesteld tot een relatief *laat* ogenblik in het flexibele proces van een beursintroductie of een *retail cascade* plaatsing van effecten. Bovendien is het mogelijk om – door weglating van criteria ter bepaling van voorwerp en prijs – mededelingen zodanig op te stellen zodat zij geen openbare aanbieding zouden uitmaken¹⁹⁸³. Aldus kan de precieze timing van een openbare aanbieding worden gemoduleerd¹⁹⁸⁴. Dergelijke modulering van de timing kan overigens relatief precies gebeuren aan de hand van de verbintenisrechtelijke criteria die zijn geïdentificeerd in rechtsleer en rechtspraak.

473. MODULERING VAN DE VRAAG : MARKTCONDITIONERING OF UITLOKKING. Ook dit laatste hoeft op zich andermaal geen probleem te vormen : het kan immers de rechtszekerheid ten goede komen dat de bij een openbare aanbieding betrokken partijen precies weten wanneer een mededeling een “openbare aanbieding” zal vormen en wanneer niet, en daar bovendien zelf de controle over behouden. Maar door een manipulatie van de timing of een marktconditionering mogelijk te maken, kunnen wel mededelingen die een bepaald beleggerssentiment of beleggingsklimaat, of interesse proberen op te wekken, of op andere wijze de markt conditioneren, ontsnappen aan de prospectusplicht. De informatie van een mededeling zou bijvoorbeeld op een dergelijke wijze kunnen worden gemoduleerd, dat er weliswaar – al dan niet op kunstmatige wijze – geen openbare aanbieding tot stand komt – wegens onvoldoende informatie – maar investeerders toch naar een beleggingsproduct worden “geleid”. Dit zou bijvoorbeeld het geval kunnen zijn indien een mededeling zich tot het publiek richt met aanlokkelijke rendementsbeloften en met vermelding van een telefoonnummer en een website, terwijl essentiële gegevens zoals de prijs en de inschrijvingsvoorwaarden zouden ontbreken¹⁹⁸⁵. Anders gezegd : er kunnen mededelingen bestaan die weliswaar geen aanbiedingen vormen in de zin van het verbintennisrecht, maar toch vanuit normatief perspectief behoren gevat te worden door de prospectusplicht.

474. DE “VOORHANDEL”. De toepassing van de verbintenisrechtelijke regels kan ook tot een omgekeerde situatie leiden, namelijk een – desgevallend ongewilde – *vervroeging* van de openbare aanbieding. De partijen die betrokken zijn bij een op handen zijnde openbare aanbieding – zoals een beursintroductie – zitten immers niet stil en gaan doorgaans vanaf de ondertekening van een

¹⁹⁸³ M. EVANS, “The Prospectus Directive”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, City & Financial Publishing, Surrey, 2006, 2e ed. (436 p.), 193, 196. Vgl. CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’ obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 9 : “Un ‘prospectus préliminaire’ ne comportant pas de prix d’acquisition du titre ne contient en principe pas d’informations suffisantes pour constituer une offre au public, excepté le cas où le prix est clairement déterminable (notamment lorsqu’une marge de prix étroite est donnée), de sorte que les investisseurs pourraient en fait ne pas avoir besoin de détails supplémentaires relatifs au prix d’acquisition. Ainsi, au cas où le prix (respectivement une marge de prix étroite) est indiqué lors d’une séance de présentation (‘roadshow’) publique, les communications faites lors de cet événement pourraient être considérées comme une offre au public et l’offreur pourrait être obligé de préparer un prospectus”.

¹⁹⁸⁴ J. WILLEUMIER, “When to Publish a Prospectus? Scope of the Prospectus Directive: Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 42: “[t]he words ‘presenting sufficient information’, which are part of the definition, could raise questions. They seem to suggest that there is only a public offer within the meaning of the Directive, if the relevant communication contains sufficient information and is capable of being accepted by the recipient so as to conclude a purchase transaction. In other words, any communications that do not contain such sufficient information, such as pre-subscription advertisements and other marketing materials, would not qualify as a prospectus within the meaning of the Directive”.

¹⁹⁸⁵ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 180.

mandaatbrief actief op zoek naar mogelijke institutionele beleggers of bijkomende leden voor het syndicaat¹⁹⁸⁶. Op die wijze ontstaat vóór de goedkeuring en publicatie van een prospectus een “grijze zone” of “voorhandel” – ook aangeduid als de “*as, if and when issued* handel” – waarin informatie wordt gegeven omtrent effecten die nog niet zijn uitgegeven¹⁹⁸⁷. Het feit dat tijdens deze voorhandel belangrijke beleggingsbeslissingen genomen worden door institutionele beleggers of kan beslist worden al dan niet toe treden tot een syndicaat¹⁹⁸⁸ doet de vraag rijzen of hier toch geen mededelingen gebeuren die ook verbintenisrechtelijk kunnen of moeten worden gekwalificeerd als een aanbod in de verbintenisrechtelijke betekenis. Indien dat zo is, zal een dergelijke mededeling een “openbare aanbieding” impliceren in de zin van de Prospectusrichtlijn (die desgevallend onder een vrijstellingsgrond valt)¹⁹⁸⁹. Dergelijke timing-vragen zijn overigens niet nieuw voor de Prospectusrichtlijn¹⁹⁹⁰.

475. FUNDAMENTELE PROBLEEM MET DE VERBINTENISRECHTELIJKE INVULLING VAN HET BEGRIP “OPENBARE AANBIEDING”. Bovenstaande discussie geeft o.i. aan wat het fundamentele probleem is van een verbintenisrechtelijke invulling van de “openbare aanbieding”-notie. De criteria van het verbintennisrecht staan op een gespannen voet met de economische realiteit omtrent hoe openbare aanbiedingen gebeuren. Het gebruik van verbintenisrechtelijke criteria zal ertoe leiden dat soms “te” vroeg, soms “te” laat, een openbare aanbieding plaatsvindt, en dat dit precieze ogenblik bovendien per lidstaat verschillend is. De vraag rijst derhalve of *alternatieve criteria kunnen geformuleerd worden om preciezer uit te maken wanneer een “openbare aanbieding” bestaat en of deze geformuleerd kunnen worden op een wijze die uniform is voor alle lidstaten*. Om deze vraag beter te beantwoorden vergelijken we de prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn – beknopt – met de toepasselijke regels die gelden in de V.S. Er moet daarbij worden benadrukt dat geen exhaustief overzicht van deze regels wordt beoogd; dat zou het bestek van het onderzoek te buiten gaan¹⁹⁹¹.

2.4.4. Vergelijking met de 1933 Securities Act

476. DE KLASSIEKE REGELS VAN SECTION 5 1933 SECURITIES ACT. Het beginpunt van de analyse van de prospectusplicht in de V.S. vormt Section 5 van de 1933 Securities Act. Deze bepaling werd reeds in 1933 ingevoerd met twee doeleinden. Ten eerste wenste de wetgever in 1933 het publiek te beschermen via adequate en accurate informatie in de vorm van een zogenaamde “*registration statement*” die gedurende een bepaalde termijn voordat de verrichting plaatsvindt, publiek beschikbaar moest worden gesteld¹⁹⁹². Belangrijk hier was de opvatting van deze periode als een “*waiting period*” of

¹⁹⁸⁶ L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 18 : “[d]e syndicaatsleden zitten niet stil gedurende de periode vanaf het moment waarop het eerste contact met de syndicaatsleider tot stand komt tot aan de *signing* en *closing*. Integendeel. Veelal reeds voordat wordt ingegaan op de uitnodiging zitting te nemen in het syndicaat, zullen de syndicaatsleden trachten gegadigden te vinden voor de aan hen toe te wijzen obligaties. Op die manier houden de syndicaatsleden hun risico zo klein mogelijk. Ook andere marktpartijen die geen lid van het syndicaat zijn, kunnen zich roeren, nadat zij van de ophanden zijnde uitgifte hebben gehoord”.

¹⁹⁸⁷ Idem. Zie tevens L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 108.

¹⁹⁸⁸ In de doctrine werd geopperd dat dergelijke situatie paradoxaal lijkt : L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 22 : “waarom zou de bescherming van beleggers en de handhaving van hun vertrouwen in de Nederlandse kapitaalmarkt pas beginnen op het moment dat een aanbod onvoorwaardelijk wordt (waarschijnlijk ten tijde van de *closing*)?”.

¹⁹⁸⁹ Zie verder *Hoofdstuk 3*.

¹⁹⁹⁰ Zo bijvoorbeeld kwamen vragen van timing veelvuldig aan bod in de Nederlandse literatuur van de jaren negentig in de context van de problematische afbakening van de “openbare aanbieding” in de Wte en de Wte 1995 (zie hierboven).

¹⁹⁹¹ Zie voor een beknopte – maar goede – vergelijking tussen het Amerikaanse en Europese regime : D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379 (zie vnl. 386 e.v.).

¹⁹⁹² L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), 89.

“cooling period”, waarbij het publiek enkel geïnformeerd zou worden omtrent de aanbieding van effecten. Tijdens deze *waiting period* mocht geen enkele poging worden ondernomen om de effecten te verkopen¹⁹⁹³. Ten tweede meende de wetgever dat potentiële beleggers een “prospectus” beschikbaar gesteld moesten krijgen dat gebaseerd zou zijn op de informatie in voornoemd “*registration statement*”¹⁹⁹⁴. Hoewel deze oorspronkelijke bedoelingen op diverse wijzen geamendeerd werden, blijft deze tweeledige filosofie in essentie behouden in de huidige vorm van Section 5.

477. DRIELEDIGE OPBOUW VAN SECTION 5 1933 SECURITIES ACT. De prospectusplicht is in Section 5(a) gedefinieerd als een verbod, namelijk dat “[u]nless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly (1) to make use of any means or instruments of transportation or communication [...] to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or (2) to carry [...] in interstate commerce [...] any such security for the purpose of sale or for delivery after sale” (eigen cursivering)¹⁹⁹⁵. Om de juiste reikwijdte van dit verbod in te schatten, moet Section 5 evenwel samengelezen worden met Section 4(1) en (2). Volgens deze laatste bepalingen is Section 5 niet toepasselijk op verrichtingen door enige personen andere dan de “issuer, underwriter, or dealer”¹⁹⁹⁶ of verrichtingen door een uitgevende instelling (issuer) die geen openbare aanbieding betreffen.

478. “PRE-FILING” PERIODE. Section 5(c) heeft betrekking op de periode voordat een registration statement is ingediend. Hierin is bepaald dat : “[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication [...] to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security” (eigen cursivering)¹⁹⁹⁷.

479. HET BEGRIP “OFFER TO SELL”. Het begrip “offer to sell”, en in het algemeen, het begrip “offer”, wordt – ruim – gedefinieerd in Section 2(a)(3) als onder meer elke poging of aanbod om een effect over te dragen voor een bepaalde waarde, of elke sollicitatie van een aanbod dergelijk effect te kopen¹⁹⁹⁸. Van oudsher werden deze begrippen ruimer geïnterpreteerd dan hun verbintenisrechtelijke evenpolen onder

¹⁹⁹³ Idem, 89 : “[...] this waiting or “cooling” period was to be used only to inform prospective investors about the issue and not to attempt to sell it”.

¹⁹⁹⁴ Idem, 89.

¹⁹⁹⁵ Section 2(a)(8) definieert het “registration statement” als “the statement provided for in section 6, and includes any amendment thereto and any report, document, or memorandum filed as part of such statement or incorporated therein by reference”.

¹⁹⁹⁶ Section 4(1). Section 2(a)(4) definieert de “issuer” als “every person who issues or proposes to issue any security”; Section 2(a)(12) definieert de “dealer” als “any person who engages either for all or part of his time, directly or indirectly, as agent, broker, or principal, in the business of offering, buying, selling, or otherwise dealing or trading in securities issued by another person”; en Section 2(a)(11) definieert de “underwriter” als “any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security [...]; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission [...] not in excess of the usual and customary distributors’ or sellers’ commission [...]” (eigen cursivering). In de context van Section 2(a)(11) moet worden opgemerkt dat de definitie van “underwriter” voor de doeleinden van Section 5 aanzienlijk ruimer is dan de definitie van “underwriter” die algemeen gangbaar is.

¹⁹⁹⁷ Dit verbod is ook toepasselijk op de situatie waarbij er het registration statement bijvoorbeeld geweigerd is (Section 5(c) in fine bepaalt : “[...] or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8”).

¹⁹⁹⁸ Zie Section 2(a)(3) : “[t]he term “offer to sell”, “offer for sale”, or “offer” shall include every attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security, for value”. Eveneens in Section 2(a)(3) wordt een – beperkte – uitzondering toegevoegd voor de preliminaire onderhandelingen tussen een uitgevende instelling en een underwriter (in de ruime betekenis van Section 2(a)(11) – zie hierna) : “[t]he terms defined in this paragraph and the term “offer to buy” as used in subsection (c) of section 5 shall not include preliminary negotiations or agreements between an issuer (or any person directly or indirectly controlling or controlled by an issuer, or under direct or indirect common control with an issuer) and any underwriter or among underwriters who are or are to be in privity of contract with an issuer (or any person directly or indirectly controlling or controlled by an issuer, or under direct or indirect common control with an issuer)”.

de *common law*¹⁹⁹⁹. In 1958 voegde de SEC daaraan via haar *Release 33-3844* toe dat het niet van belang was dat er een uitdrukkelijk aanbod plaatsvindt maar dat ook alle informatie en mededelingen en reclame op voorhand die *de facto* ertoe bijdragen om het publiek te conditioneren of interesse op te wekken bij het publiek (“*contribute to conditioning the public mind or arousing public interest*”), onder deze definitie kunnen vallen²⁰⁰⁰. Anderzijds publiceerde de SEC doorheen de jaren diverse duidelijke regels omtrent welke communicaties *niet* als aanbieding worden beschouwd.

480. RULE 169. Zo wordt in Rule 169 voorzien in een uitdrukkelijke uitzondering voor de periodieke informatieverstrekking omtrent de onderneming en haar activiteiten; dergelijke informatie zal, onder bepaalde voorwaarden, geacht worden geen aanbieding uit te maken van effecten²⁰⁰¹.

481. RULE 168. Rule 168 vult voorgaande uitsluiting aan met de zogenaamde “factual business information safe harbor” die, eveneens onder voorwaarden²⁰⁰², informatie omtrent de uitgevende instelling, haar activiteiten of financiële ontwikkelingen, dividendberichten, alsook reclame of informatie omtrent haar producten en diensten, uitsluit uit de definitie van het “aanbod” van effecten onder Section 5²⁰⁰³. Bovendien omvat Rule 168 ook de mogelijkheid dat toekomstgerichte informatie

¹⁹⁹⁹ L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), 89 : “[...] it goes well beyond the common law concept of an offer”. Zie tevens de ruime omschrijving van public offer” in het RALSTON PURINA arrest van de US Supreme Court (346 U.S. 119 (1953)). Zie daaromtrent o.m. D. GÜNTHER, “The Limited Public Offer in German And U.S. Securities Law: A Comparative Analysis of Prospectus Act Section 2(2) and Rule 505 of Regulation D”, 20 *Mich. J. Int'l L.*, 1999, 871, op 906-907: “Ralston Purina's definition of the term ‘public offer’ and its delineation of the conceptual boundaries of the section 4(2) exemption have endured more than forty years of development in U.S. securities regulation and continue to be good law. A ‘public offer’ under the Securities Act may accordingly be defined as an offer of securities to persons who, in obtaining the information necessary to an informed investment decision, are not able to fend for themselves and are consequently in need of the protections of the Securities Act. This definition is manifestly policy-based; it says nothing as to the common sense meanings of the terms ‘public’ or ‘private’ or the number of offerees that might constitute a boundary between the two”.

²⁰⁰⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Publication of Information Prior To or After The Effective Date of a Registration Statement”, *Sec. Act Release No. 33-3844* (Oct. 8, 1957), 1957 WL 3605: “information and statements, and publicity efforts, generally, made in advance of a proposed financing, *although not couched in terms of an express offer*, may in fact *contribute to conditioning the public mind or arousing public interest* in the issuer or in the securities of an issuer”.

²⁰⁰¹ Zie Rule 169(a), 70 FR 44722, 44808, 1 december 2005 : “For purposes of sections 2(a)(10) and 5(c) of the Act, the regular release or dissemination by or on behalf of an issuer of communications containing factual business information shall be deemed not to constitute an offer to sell or offer for sale of a security by an issuer which is the subject of an offering pursuant to a registration statement that the issuer proposes to file, or has filed, or that is effective, if the conditions of this section are satisfied”. “Factual business information” wordt daarbij gedefinieerd als ofwel “factual information about the issuer, its business or financial developments, or other aspects of its business” ofwel “advertisements of, or other information about, the issuer’s products or services” (zie Rule 169(b)(1)(i) en (ii)). Er is uitdrukkelijk bepaald dat informatie omtrent een geregistreerde aanbieding (registered offering) of informatie die wordt vrijgegeven als onderdeel van de aanbieding, uitgesloten van het toepassingsgebied van deze Rule 169. Verder moeten vier voorwaarden cumulatief voldaan zijn (zie Rule 169(d)) : “[i] [t]he issuer has previously released or disseminated information of the type described in this section in the ordinary course of its business; [ii] [t]he timing, manner, and form in which the information is released or disseminated is consistent in material respects with similar past releases or disseminations; [iii] [t]he information is released or disseminated for intended use by persons, such as customers and suppliers, other than in their capacities as investors or potential investors in the issuer’s securities, by the issuer’s employees or agents who historically have provided such information; and [iv] [t]he issuer is not an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of the Investment Company Act of 1940”.

²⁰⁰² Deze zijn niet identiek aan de voorwaarden van Rule 169(d). Het gaat om drie voorwaarden die cumulatief moeten voldaan zijn : “[i] [t]he issuer [...] has previously released or disseminated information of the type described in this section in the ordinary course of its business; [ii] [t]he timing, manner, and form in which the information is released or disseminated is consistent in material respects with similar past releases or disseminations; and [iii] [t]he issuer is not an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of the Investment Company Act of 1940”. Net als bij Rule 169 is uitdrukkelijk bepaald dat informatie omtrent een geregistreerde aanbieding (registered offering) of informatie die wordt vrijgegeven als onderdeel van de aanbieding, uitgesloten van het toepassingsgebied van deze Rule 168.

²⁰⁰³ Rule 168, 70 FR 44722, 44807, 1 december 2005. Rule 168(a) : “For purposes of sections 2(a)(10) and 5(c) of the Act, the regular release

(*forward-looking information*) mee geniet van deze uitsluiting²⁰⁰⁴.

482. RULE 163A. Verder voorziet Rule 163A in een verdere vrijstelling voor “Plus 30 Days Communications”²⁰⁰⁵. Alle²⁰⁰⁶ communicaties die *door een uitgevende instelling*²⁰⁰⁷ gebeuren meer dan 30 dagen voor de datum van de indiening van een registration statement maken volgens Rule 163A geen “aanbieding” uit indien zij de nakende aanbieding van effecten niet vermelden en indien de uitgevende instelling redelijke maatregelen onderneemt – voor zover zij daar controle over heeft – om verdere publicaties en distributies van deze informatie te voorkomen tijdens de 30 dagen die de datum van de indiening van het registration statement voorafgaan²⁰⁰⁸.

483. RULE 135. Rule 135 bepaalt dat aankondigingen van een aanbieding (*notices*) geen aanbieding uitmaken indien twee voorwaarden cumulatief voldaan zijn²⁰⁰⁹. Ten eerste moet er duidelijk bepaald zijn dat de aankondiging geen aanbieding is van effecten²⁰¹⁰. Ten tweede moet de aankondiging een “beperkte” inhoud hebben en mag ze niet meer informatie bevatten dan deze die uitdrukkelijk bepaald is in Rule 135²⁰¹¹.

484. RULE 139. Volgens Rule 139 maken – onder zeer strikte voorwaarden²⁰¹² – ook publicaties of verspreidingen van analistenrapporten geen aanbieding uit voor de doeleinden van Section 5, zelfs indien de broker of dealer in kwestie deelneemt of zal deelnemen²⁰¹³ aan de aanbieding van de

or dissemination by or on behalf of an issuer [...] of communications containing factual business information or *forward-looking information* [eigen cursivering; vgl. Rule 169] shall be deemed not to constitute an offer to sell or offer for sale of a security which is the subject of an offering pursuant to a registration statement that the issuer proposes to file, or has filed, or that is effective, if the conditions of this section are satisfied [...]”.

²⁰⁰⁴ “Forward-looking information” wordt gedefinieerd als (onder meer) (i) “[p]rojections of the issuer’s revenues, income (loss), earnings (loss) per share, capital expenditures, dividends, capital structure, or other financial items; [s]tatements about the issuer management’s plans and objectives for future operations, including plans or objectives relating to the products or services of the issuer; [s]tatements about the issuer’s future economic performance, including statements of the type contemplated by the management’s discussion and analysis of financial condition and results of operation [...]; and [certain] [a]ssumptions”.

²⁰⁰⁵ Rule 163A, 70 FR 44722, 44806, 1 december 2005.

²⁰⁰⁶ Een aantal communicaties zijn echter uitdrukkelijk uitgesloten, zoals communicaties m.b.t. werknemersparticipatieplannen (met uitzonderingen) of bepaalde herstructureringen (indien zij onder Rule 165 of 166 vallen), communicaties van zgn. “shell companies”, enz (zie Rule 163A(b)).

²⁰⁰⁷ Rule 163A(c): “For purposes of this section, a communication is made by or on behalf of an issuer *if the issuer or an agent or representative of the issuer*, other than an offering participant who is an underwriter or dealer, *authorizes or approves the communication before it is made*” (eigen cursivering).

²⁰⁰⁸ Rule 163A(a): “Except as excluded pursuant to paragraph (b) of this section, in all registered offerings by issuers, any communication made by or on behalf of an issuer more than 30 days before the date of the filing of the registration statement that does not reference a securities offering that is or will be the subject of a registration statement shall not constitute an offer to sell, offer for sale, or offer to buy the securities being offered under the registration statement for purposes of section 5(c) of the Act, provided that the issuer takes reasonable steps within its control to prevent further distribution or publication of such communication during the 30 days immediately preceding the date of filing the registration statement”.

²⁰⁰⁹ Rule 135, 35 FR 18456, 4 december 1970, gewijzigd via 47 FR 11433, 16 maart 1982; 59 FR 21649, 26 april 1994; 64 FR 61408, 61449, 10 november 1999.

²⁰¹⁰ Rule 135(a)(1) : “Legend. The notice includes a statement to the effect that it does not constitute an offer of any securities for sale”.

²⁰¹¹ Rule 135(a)(2) : “The name of the issuer; [t]he title, amount and basic terms of the securities offered; [t]he amount of the offering, if any, to be made by selling security holders; [t]he anticipated timing of the offering; [a] brief statement of the manner and the purpose of the offering, without naming the underwriters; [w]hether the issuer is directing its offering to only a particular class of purchasers; [a]ny statements or legends required by the laws of any state or foreign country or administrative authority”. Er zijn daarnaast nog een aantal bijkomende bepalingen voor bepaalde types van aanbiedingen (vb. een aanbieding aan werknemers), zie Rule 125(a)(2)(viii).

²⁰¹² Deze voorwaarden verschillen naargelang het een “issuer-specific” of een “industry” rapport is. Vgl. Rule 139(a)(1) met Rule 139(a)(2).

²⁰¹³ Indien de broker of dealer *niet* deelneemt aan de aanbieding, is Rule 137 van toepassing (Rule 137, 49 FR 37573, 25 september 1984; 70 FR 44722, 44802, 1 december 2005). Deze Rule 137 preciseert overigens ook de criteria om uit te maken of de broker of dealer al dan niet

effecten²⁰¹⁴.

485. VOORHANDEL. Anders dan in de Europese regelgeving, voorziet Section 2(a)(3) in een uitdrukkelijke uitzondering voor de voorhandel. Zo wordt uitdrukkelijk bepaald dat “‘offer to buy’ as used in subsection (c) of section 5 shall *not include preliminary negotiations or agreements between an issuer [...] and any underwriter* or among underwriters who are or are to be in privity of contract with an issuer (or any person directly or indirectly controlling or controlled by an issuer, or under direct or indirect common control with an issuer) [...]” (eigen cursivering)²⁰¹⁵. Andermaal zij hier verwezen naar de reeds aangehaalde ruime definitie van het begrip “underwriter”.

486. “WAITING” PERIODE. Tijdens de wachtperiode – wanneer een registration statement is ingediend – bepaalt Section 5(b)(1) dat “[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly to [...] *transmit any prospectus* relating to any security *with respect to which a registration statement has been filed under this title, unless such prospectus meets the requirements of section 10*”²⁰¹⁶. De beperkingen tijdens de wachtperiode zijn aangevuld met Section 5(b)(2) dat elkeen verbiedt “to carry [...] any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 10”²⁰¹⁷. Het begrip “prospectus” heeft een andere betekenis dan het gelijksoortige begrip in het Europees recht en is gedefinieerd in Section 2(a)(10) als een prospectus, mededeling, circulaire, reclame, brief, of communicatie, geschreven, of via radio of televisie, waarin een effect voor verkoop wordt aangeboden of die dergelijke verkoop bevestigd (met bepaalde uitzonderingen)²⁰¹⁸. Deze definitie moet bovendien worden samengelezen met Rule 430²⁰¹⁹ en met Rule 134²⁰²⁰.

487. RULE 430. In Rule 430 heeft de SEC bepaald dat een prospectus die is ingediend als onderdeel van het *registration statement* geacht zal worden om te voldoen aan Section 10 indien dergelijk prospectus substantieel de informatie bevat, die wettelijk vereist is, *desgevallend met uitzondering van de prijs, eventuele commissies en discounts, het bedrag van de opbrengst, conversievoeten, call prijzen, of enige andere andere informatie die afhangt van de prijs waaraan de effecten worden aangeboden*²⁰²¹.

488. RULE 134. Verder bepaalt Rule 134 welke communicaties per se niet geacht worden een prospectus uit te maken; voorwaarde daartoe is wel dat deze communicaties *enkel* mogen plaatsvinden

deelneemt aan de aanbieding (zie Rule 137(b)).

²⁰¹⁴ Rule 139, 49 FR 37573, 25 september 1984, gewijzigd via 59 FR 21650, 26 april 1994; 60 FR 6966, 6 februari 1995; 70 FR 44722, 44803, 3 augustus 2005; 71 FR 7411, 7413, 13 februari 2006; 73 FR 934, 967, 4 januari 2008.

²⁰¹⁵ Section 2(a)(3).

²⁰¹⁶ Section 5(b)(1).

²⁰¹⁷ Section 5(b)(2).

²⁰¹⁸ Zie Section 2(a)(10)(a) en Section 2(a)(10)(b) : “any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security”.

²⁰¹⁹ Rule 430, 47 FR 11440, 16 maart 1982, gewijzigd via 57 FR 56834, 1 december 1992; 67 FR 19848, 19868, 23 april 2002.

²⁰²⁰ Rule 134, 20 FR 6524, 3 september 1955, gewijzigd via 23 FR 184, 10 januari 1958; 37 FR 10073, 19 mei 1972; 39 FR 39869, 12 november 1974; 40 FR 27443, 30 juni 1975; 43 FR 47495, 16 oktober 1978; 44 FR 52818, 10 september 1979; 47 FR 11433, 16 maart 1982; 48 FR 19875, 3 mei 1983; 58 FR 62029, 23 november 1993; 61 FR 13956, 13975, 23 maart 1996, 68 FR 57760, 6 oktober 2003; 70 FR 44722, 44800, 1 december 2005.

²⁰²¹ Zie Rule 430(a) : “A form of prospectus filed as a part of the registration statement shall be deemed to meet the requirements of section 10 of the Act for the purpose of section 5(b)(1) thereof prior to the effective date of the registration statement, provided such form of prospectus contains substantially the information required by the Act and the rules and regulations thereunder to be included in a prospectus meeting the requirements of section 10(a) of the Act for the securities being registered, or contains substantially that information except for the omission of information with respect to the offering price, underwriting discounts or commissions, discounts or commissions to dealers, amount of proceeds, conversion rates, call prices, or other matters dependent upon the offering price. Every such form of prospectus shall be deemed to have been filed as a part of the registration statement for the purpose of section 7 of the Act”.

nadat een *registration statement* is ingediend (m.a.w in de wachtperiode)²⁰²². Dit betreft onder meer : feitelijke informatie omtrent de identiteit of de locatie van de uitgevende instelling²⁰²³, het bedrag van de effecten dat zal worden aangeboden (met inbegrip van bepaalde van hun eigenschappen, zoals de aanduiding of deze converteerbaar zijn)²⁰²⁴, de prijs van de effecten (of de wijze waarop deze zal worden bepaald dan wel een schatting te goeder trouw van de prijsvork)²⁰²⁵, een korte omschrijving van het gepland gebruik van de opbrengst van de aanbieding²⁰²⁶, de wijze van *underwriting*²⁰²⁷, de namen van de *underwriters*²⁰²⁸, de geschatte timing van de aanbieding (met inbegrip van de datum waarop de geplande aanbieding zal plaatsvinden)²⁰²⁹, enz. Indien het registration statement nog niet effectief is geworden, dient de communicatie verplichte vermeldingen te bevatten²⁰³⁰.

489. UITLOKKING. Dezelfde Rule 134 bevat ook een belangrijke bepaling met betrekking tot wat we hierboven uitlokking hebben genoemd. Op voorwaarde dat een prospectus is bijgevoegd dat aan Section 10 voldoet, is het toegelaten om via een communicatie (die aan alle overige voorwaarden van Rule 134 voldoet), aan de ontvanger van deze communicatie een aanbod te doen om een effect te kopen solliciteren, of de ontvanger van deze communicatie te verzoeken of hij of zij geïnteresseerd is om een effect te kopen²⁰³¹. In dat geval dient deze communicatie bovendien een duidelijke waarschuwing te bevatten, namelijk dat : “No offer to buy the securities can be accepted and no part of the purchase price can be received until the registration statement has become effective, and any such offer may be withdrawn or revoked, without obligation or commitment of any kind, at any time prior to notice of its acceptance given after the effective date”²⁰³².

490. RULES 164, 405 EN 433. Naast een gewoon prospectus bestaat ook een zogenaamd free writing prospectus. Dit is gedefinieerd in Rule 405 als “any written communication [...] that constitutes an offer to sell or a solicitation of an offer to buy the securities relating to a registered offering that is used after the registration statement in respect of the offering is filed (or in the case of a well-known seasoned issuer, whether or not such registration statement is filed) and is made by means other than [...] a prospectus satisfying the requirements of Section 10(a) of the Act [...]; or [...] a written communication that constitutes an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities that falls within the exception from the definition of prospectus in clause (a) of section 2(a)(10) of the Act [...]”²⁰³³. Rule 164 bepaalt dienaangaande dat na de indiening van een registration statement dergelijke

²⁰²² Zie aanhef van Rule 134: “Except as provided in paragraphs (e) and (g) of this section, the terms prospectus as defined in section 2(a)(10) of the Act or free writing prospectus as defined in Rule 405 shall not include a communication limited to the statements required or permitted by this section, *provided that the communication is published or transmitted to any person only after a registration statement relating to the offering that includes a prospectus satisfying the requirements of section 10 of the Act (except as otherwise permitted in paragraph (a) of this section) has been filed*” (eigen cursivering).

²⁰²³ Rule 134(a)(1).

²⁰²⁴ Rule 134(a)(2).

²⁰²⁵ Rule 134(a)(4).

²⁰²⁶ Rule 134(a)(7).

²⁰²⁷ Rule 134(a)(9).

²⁰²⁸ Rule 134(a)(10).

²⁰²⁹ Rule 134(a)(11).

²⁰³⁰ Zoals de vermelding dat “A registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective” (zie Rule 134(b)(1)).

²⁰³¹ Rule 134(d) : “A communication sent or delivered to any person pursuant to this section which is accompanied or preceded by a prospectus which meets the requirements of section 10 of the Act (other than a free writing prospectus as defined in Rule 405), including a price range where required by rule, at the date of such communication, may solicit from the recipient of the communication an offer to buy the security or request the recipient to indicate whether he or she might be interested in the security, if the communication contains substantially the following statement [...]”.

²⁰³² Zie tevens Rule 134(d). Deze waarschuwing moet echter niet worden toegevoegd aan communicaties aan een dealer.

²⁰³³ Rule 405, 47 FR 11435, 16 maart 1982, gewijzigd via 47 FR 29840, 9 juli 1982; 47 FR 39803, 10 september 1982; 47 FR 54770, 6

free writing prospectus gelijkgesteld kan worden met een prospectus voor de doeleinden van Section 5(b)(1) indien aan de voorwaarden van Rule 433 is voldaan²⁰³⁴. Rule 433 bepaalt vervolgens een aantal strikte voorwaarden omtrent welke uitgevende instellingen onder welke omstandigheden een free writing prospectus kunnen gebruiken²⁰³⁵. Er wordt daarbij een onderscheid gemaakt tussen de zogenaamde “*seasoned issuers*” (oftewel “*F-3 issuers*”) en de “*well-known seasoned issuers*” (oftewel “*WKSI*”) aan de ene kant en de “*non-reporting issuers*” en “*unseasoned issuers*” aan de andere kant²⁰³⁶.

491. “POST-EFFECTIVE” PERIODE. Volgens Section 8(a) wordt – als algemene regel – het registration statement effectief op de twintigste dag na de indiening ervan²⁰³⁷. Volgens Rule 461 kan deze datum onder bepaalde voorwaarden ook versneld worden²⁰³⁸. Nadat het registration statement effectief is geworden, kunnen de effecten in principe vrij worden verkocht. Een prospectus dat voldoet aan Section 10(a) dient evenwel beschikbaar te zijn. Zo zullen communicaties die na de effectieve datum van het registration statement worden gedaan, enkel niet beschouwd worden als een “prospectus” indien het bewezen is dat voordat (of op hetzelfde ogenblik dat) dergelijke communicatie gedaan wordt een geschreven prospectus dat voldoet aan Section 10(a) beschikbaar is gesteld aan de adressant van de communicatie²⁰³⁹. Hier bepaalt Section 5(b)(2) niettemin dat “[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly] to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce any such security for the purpose of sale or for delivery after sale, *unless accompanied or preceded by a prospectus that meets the requirements of subsection (a) of section 10*”.

492. DE VOOR- EN NADELEN VAN DE AMERIKAANSE REGELGEVING. Een vergelijking met de wijze waarop Section 5 1933 Securities Act is opgevat, is instrumenteel om het debat omtrent de Europese invulling van de prospectusplicht beter te contextualiseren. Het is zeker niet zo dat de regelgeving van 1933 Securities Act mag worden geïdealiseerd. De regelgeving was – met haar driedelige opbouw, mechanische wachtperiode van 20 dagen, of de “*gun jumping*” bepalingen – relatief onflexibel. Anderzijds is deze rigiditeit geërodeerd over de decennia heen, met uitzonderingen die gebaseerd zijn

december 1982; 48 FR 12347, 24 maart 1983; 48 FR 46738, 14 oktober 1983; 50 FR 25216, 18 juni 1985; 55 FR 23923, 13 juni 1990; 57 FR 36472, 13 augustus 1992; 58 FR 14669, 14670, 18 maart 1993; 59 FR 67761, 30 december 1994; 62 FR 26386, 26388, 14 mei 1997; 62 FR 36450, 36456, 8 juli 1997; 64 FR 11103, 11116, 8 maart 1999; 64 FR 53900, 53909, 5 oktober 1999; 67 FR 19671, 19673, 23 april 2002; 70 FR 42234, 42246, 21 juli 2005; 70 FR 44722, 44810, 1 december 2005; 73 FR 934, 968, 4 januari 2008.

²⁰³⁴ Rule 164, 70 FR 44722, 44806, 1 december 2005. Zie Rule 164(a) : “In connection with a registered offering of an issuer meeting the requirements of this section, a free writing prospectus, as defined in Rule 405, of the issuer or any other offering participant, including any underwriter or dealer, after the filing of the registration statement will be a section 10(b) prospectus for purposes of section 5(b)(1) of the Act provided that the conditions set forth in Rule 433 are satisfied”.

²⁰³⁵ Rule 433, 70 FR 44722, 44815, 1 december 2005.

²⁰³⁶ Zie Rule 433(b)(1) en (2).

²⁰³⁷ Section 8(a) : “Except as hereinafter provided, the effective date of a registration statement shall be the twentieth day after [...] filing [...] or [...] earlier [...] as the Commission may determine, having due regard to the adequacy of the information respecting the issuer theretofore available to the public, to the

facility with which the nature of the securities to be registered, their relationship to the capital structure of the issuer . . . , and to the public interest and the protection of investors”. Zie evenwel ook Rule 473 i.v.m. *Delaying Amendments*.

²⁰³⁸ Rule 461, 47 FR 11444, 16 maart 1982, gewijzigd bij 58 FR 18146, 8 april 1993; 60 FR 26615, 26617, 17 mei 1995; 62 FR 520, 543, 3 januari 1997; 63 FR 6370, 6385, 6 februari 1998. Zie Rule 461(a) : “Requests for acceleration of the effective date of a registration statement [...] shall state the date upon which it is desired that the registration statement shall become effective”. Rule 461 somt een aantal voorwaarden op die moeten voldaan zijn, *c.q.* die de SEC in overweging kan nemen teneinde aan dit verzoek te voldoen.

²⁰³⁹ Section 2(a)(10)(a) : “a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under subsection 10(b)) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of subsection 10(a) at the time of such communication was sent or given to the person to whom the communication was made”. Zie tevens : Section 2(a)(10)(b) : “[...] communication [...] shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 10 of this title may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate [...]”.

op criteria die door de SEC op, lijkt het, haast discretionaire wijze zijn gekozen. Het resultaat anno 2008 is een complex geheel van technische regels, maar vooral uitzonderingen, die voor een niet-specialist bijna onbegrijpbaar lijken. Dit geheel, kan men zeggen, lijkt eerder op een *geërodeerde prospectusreglementering*: de oorspronkelijke, verstrekkende beginselen van de *1933 Securities Act* bestaan nog, maar zijn geërodeerd door de hierboven geciteerde *Rules*. Daarnaast bestaan ook nog “*blue sky laws*”, wat eigenlijk betekent dat, naast de federaal geharmoniseerde regelgeving, rekening moet worden gehouden met niet-geharmoniseerde regelgeving die per staat verschillend kan zijn. Nochtans zijn er een aantal belangrijke voordelen besloten in de wijze waarop de Amerikaanse “prospectusplicht” is opgevat. Vanuit een vogelperspectief valt op hoe matuur en genuanceerd de regels zijn. Bovendien blijken de technische regels geconcipieerd en uitgevaardigd te zijn door de SEC waardoor deze regels niet zelden gegroeid zijn vanuit de markt, flexibel en adaptief zijn.

2.4.5. Synthese : Formulering van een *de lege ferenda* alternatief

(I) *Een alternatieve benadering, gebaseerd op de veruitwendiging van de aanbidding*

493. VERGELIJKING MET DE REGELING IN DE V.S. – OP ZOEK NAAR EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF? Zoals gezegd, heeft de Europese wetgever de precieze omzetting van de “openbare aanbidding”-notie overgelaten aan de lidstaten, die daarbij een bepaalde mate van discretie hebben. We hebben hierboven vastgesteld dat van deze discretie is gebruik gemaakt : sommige van de onderzochte jurisdicties hebben ter omzetting van het begrip voor verbintenisrechtelijke criteria gekozen, terwijl andere lidstaten afstand hebben gedaan van een verbintenisrechtelijke invulling. Zoals we eveneens hebben aangegeven, is de concretisering van de “openbare aanbidding”-notie ook niet evident. Abstractie makend van de nuances, kan het volgende gezegd worden. Baseert men deze invulling op klassieke verbintenisrechtelijke principes, dan riskeert men uit te komen bij een prospectusplicht die dwars staat op de flexibele wijze waarop uitgevende instellingen op heden effecten aanbieden. Baseert men de invulling daarentegen niet op de criteria van het verbintenisrecht, dan is het de vraag wat de criteria dan wel moeten zijn en bestaat het risico dat deze andermaal te inclusief of te exclusief zijn. Om deze reden stelden we de vraag of alternatieve, uniforme criteria kunnen geformuleerd worden om preciezer uit te maken wanneer een “openbare aanbidding” bestaat. De vergelijking hierboven met de toepasselijke regels die gelden in de V.S. toont dat alternatieve benaderingen mogelijk zijn. Echter de – door de talloze *Rules* “geërodeerde” en technische – regeling in de V.S. lijkt op zichzelf geen te volgen weg. Niettemin is het interessant de “openbare aanbidding”-notie van de Prospectusrichtlijn te vergelijken met het begrip “*offer*” in Section 2(a)(3) *1933 Securities Act* (dat traditioneel ruimer geïnterpreteerd werd dan zijn verbintenisrechtelijke evenpool onder de *common law*) en de *Release 33-3844* die de SEC in 1958 uitvaardigde, namelijk : dat het niet van belang is dat er een uitdrukkelijk aanbod plaatsvindt maar dat ook alle informatie en mededelingen en reclame op voorhand die *de facto* ertoe bijdragen om het publiek te conditioneren of interesse op te wekken bij het publiek onder deze definitie kunnen vallen²⁰⁴⁰. Indien men de oude *Release 33-3844* probeert te herleiden tot zijn essentie, lijkt de regel erop neer te komen dat de “eerste veruitwendiging” van een aanbidding relevant zal zijn, ook al is er enkel sprake van conditionering of uitlokking en nog geen concrete aanbidding. Anders gezegd : vanaf het ogenblik dat marketing – in de meeste ruime betekenis – plaatsvindt met het oog op een eventuele aanbidding, wordt dergelijke activiteit gelijkgesteld met deze latere aanbidding.

494. DE “EERSTE VERUITWENDING” VAN EEN AANBIEDING ALS ALTERNATIEF *DE LEGE FERENDA* CRITERIUM. In deze filosofie zal de definitie van het verbintenisrecht niet meer relevant zijn : de “eerste veruitwendiging” van de aanbidding zal immers weinig of zelfs niets te maken hebben met het al dan niet bepaald zijn van de prijs of het voorwerp, of de eventuele andere verbintenisrechtelijke criteria. Het criterium zal daarentegen ultiem terug te brengen zijn tot de vraag of “reclame” wordt

²⁰⁴⁰ Deze ruime notie werd vervolgens aangevuld met de talloze *Rules* die de SEC doorheen de jaren publiceerde omtrent welke communicaties *niet* als aanbidding worden beschouwd.

gevoerd, weze het door te adverteren, te marketen, interesse op te wekken of te conditioneren. Ondanks het feit dat deze *Release 33-3844* meer dan een halve eeuw oud is – en in de huidige prospectusreglementering van de V.S. aanzienlijk geërodeerd is – blijft de grondgedachte daarvan o.i. bijzonder actueel. De wijze waarop effecten worden aangeboden, is immers in toenemende mate inherent gelinkt met het marketen van deze effecten²⁰⁴¹. Zo stelde de ESME in september 2007 dat “[a]ny modern placement of securities is inherently tied to marketing – the title of Article 15 – ‘Advertisements’ – does not cover the reality of capital markets. Term sheets, mailings, road shows with institutional and even retail investors, advertisements in newspapers, banners on the internet and the various types of public relations via press, television and internet are part of almost any new issue. The importance of marketing grows with investors requiring five lines of information only while the relevant prospectus comprises some hundred pages”²⁰⁴² (eigen cursivering). De ESME concludeert daaruit dat marketing zo efficiënt mogelijk moet kunnen gebeuren en dat bijvoorbeeld *a priori* controles van de toezichhoudende overheden aan banden moeten worden gelegd via een amendement op de Prospectusrichtlijn²⁰⁴³. Dit is o.i. een partiële conclusie – die op zich reeds bekritiseerbaar is – maar die vooral voorbij gaat aan de essentie, namelijk dat de reclame het wezen uitmaakt van de aanbieding. Het belang van reclame blijkt meestal pas als het misgaat. Een illustratie vormt de WORLDONLINE beursgang van maart 2000 in Nederland²⁰⁴⁴. Daarvoor was de effectenrechtelijke regelgeving in Nederland die betrekking heeft op reclame rond IPO’s beperkt tot een zeer summiere bepaling van artikel 4 van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995²⁰⁴⁵. Een commentator in 2000 uitte reeds een aantal vragen bij “de recente notering van de aandelen WorldOnline waarbij de reclame campagne in de media met name gericht was op het brede publiek. [...] Toch was de veelgehoorde kritiek dat een in het Nederlands gestelde synopsis nauwelijks verkrijgbaar was voor de particuliere beleggers”²⁰⁴⁶. Mee – maar niet enkel²⁰⁴⁷ – als gevolg van de gepercipieerde mistoestanden bij deze beursgang, werden in 2000 een aantal nieuwe beursintroductie-regels afgekondigd door Euronext Amsterdam met bijzonder strenge reclamebeperkingen²⁰⁴⁸. Voortaan werd verboden “om op enigerlei wijze reclame te maken

²⁰⁴¹ Cf. L. VAN BEVER en S. BOGAERTS, “Verloop van een IPO en het prospectus – Primaire marktpraktijken”, in : X., *Openbare aanbiedingen en prospectus – De wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007 (319 p.), 97, op 109-110 en 117-122.

²⁰⁴² EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 26.

²⁰⁴³ Idem, 26 : “[A]s a matter of agreed interpretation, all competent authorities should restrict their role to an ex post observation and should not carry out the ex ante control as already carried out by some Member States. In the latter case, an amendment of the Directive should exclude such practice. A requirement to submit any material prior to its publication for inspection is time consuming and delays marketing activities, especially public relations and traditional print advertising. Moreover, experience for about two decades from some Member States shows that marketing, even for retail investors, has worked smoothly and properly with only very few complaints. Finally, competent authorities should take into consideration the fact that the number of marketing items in a mature market could easily exceed some 10,000 pieces

a year, thereby absorbing significant regulatory resources if subjected to ex ante control that could be better employed ensuring efficient and timely approval of prospectuses”.

²⁰⁴⁴ Zie daaromtrent o.m. R. HOORNTJE, “Zwijgen dat het gedrukt staat: van prospectusaansprakelijkheid naar risicoaansprakelijkheid met World Online”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 5, 103.

²⁰⁴⁵ W.A.M. SCHELLEKENS, “Reclame rond IPO’s”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2002, nr. 1, 10.

²⁰⁴⁶ R. FENS, “Nieuwe Beursregels AEX”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 3, 39, op 40-41 en voetnoot 7. Zie tevens H. M. VLETTER-VAN DORT, “Uitgevende instelling en begeleidende banken zijn aansprakelijk voor misleidende uitlatingen van bestuursvoorzitter”, *Ondernemingsrecht*, 2007, nr. 8, 331, 335.

²⁰⁴⁷ W.A.M. SCHELLEKENS, “Reclame rond IPO’s”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2002, nr. 1, 10.

²⁰⁴⁸ Zie R. RAAS, “Euronext Amsterdam komt met nieuwe regels voor beursintroducties”, *Vennootschap & Onderneming*, 2001, nr. 1, 5 op 7 : “[...] Onderkend werd echter dat dergelijke reclame-uitingen ‘afbreuk kunnen doen aan de informatiewaarde van het voor beleggers bedoelde prospectus en kunnen bijdragen aan hype-vorming rondom een beursintroductie’, aldus de Minister van Financiën in de hiervoor aangehaalde brief aan de Tweede Kamer. Mede met het oog hierop kiest Euronext Amsterdam in de nieuwe IPO-regels voor een categorisch verbod op alle reclame gericht op de beursintroductie vanaf de datum van publicatie van de advertentie waarmee het (voorlopig) prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld. Daarmee vertonen de nieuwe beursregels een aanmerkelijke overeenstemming met de notoir strenge reclameregels in de Verenigde Staten”. Zie in het algezeen m.b.t. Euronext Amsterdam ten tijde van de afkondiging van deze regels: M. VAN LUYN,

gericht op de IPO vanaf de datum van publicatie van de advertentie waarmee het (voorlopige) Prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld²⁰⁴⁹. Vanaf het ogenblik dat het voorlopige prospectus zou worden bekendgemaakt²⁰⁵⁰, begon met andere woorden een “stille periode” waarin het niet was toegestaan om op enigerlei wijze reclame “gericht op de IPO” te maken²⁰⁵¹.

(2) *Benadering van de reclame in de huidige prospectusreglementering*

495. BENADERING VAN RECLAME IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Reclame in de marge van een aanbieding wordt in de Prospectusrichtlijn principieel toegelaten – wat een ideologische keuze is, die contrasteert met de principiële keuze, met talloze uitzonderingen weliswaar, in de Verenigde Staten²⁰⁵² – maar subsidiair ten opzichte van een openbare aanbieding behandeld. In de consideransen van de Prospectusrichtlijn wordt gesteld dat “[o]m te voorkomen dat lacunes in de Gemeenschapswetgeving het vertrouwen van het publiek ondermijnen en afbreuk doen aan de goede werking van de financiële markten, dient ook reclame te worden geharmoniseerd”²⁰⁵³. De Prospectusrichtlijn bepaalt om die reden dat “[e]lke soort reclame-uiting betreffende een openbare aanbieding van effecten of betreffende een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt” moet voldoen aan een aantal beginselen indien een prospectus moet worden opgesteld²⁰⁵⁴. De bevoegde toezichthoudende overheid van de lidstaat van

“‘What’s next : Euronext?’ of ‘Euronext : what’s next?’”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 8, 152.

²⁰⁴⁹ Artikel 4 van Euronext Mededeling 2000-167. In iedere dergelijke reclameuiting diende bovendien duidelijk te worden gemaakt dat de belegger zijn beleggingsbesluit uitsluitend diende te baseren op het (voorlopige) Prospectus en diende zo duidelijk mogelijk te worden aangegeven (wanneer, waar en hoe de belegger een exemplaar van het (voorlopige) Prospectus kan verkrijgen. De inhoud van dergelijke reclame, zo was uitdrukkelijk bepaald, mocht niet in strijd zijn met de inhoud van het (voorlopige) Prospectus. De reclame mocht voorts geen onjuiste informatie bevatten terzake van de gehanteerde inschrijvings- en toewijzingsprocedure. Ten slotte moesten een aantal expliciete waarschuwingen worden opgenomen. Zie, in detail, W.A.M. SCHELLEKENS, “Reclame rond IPO’s”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2002, nr. 1, 10, op 10 e.v.

²⁰⁵⁰ A. NEDERVEEN, “Het door middel van het internet distribueren van aandelen”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 4, 59, voetnoot 3 : “Het publiceren van een voorlopig prospectus en een definitief prospectus is ontleend aan het federale effectenrecht van de Verenigde Staten. Voor deze praktijk is in de Nederlandse regelgeving geen basis te vinden. Tot wat voor problemen dit aanleiding kan geven is gebleken bij de beursgang van World Online International N.V. , waarbij -in tegenstelling tot de onder het federale effectenrecht van de Verenigde Staten bestaande praktijk - aanvullende informatie in het definitief prospectus werd opgenomen”.

²⁰⁵¹ W.A.M. SCHELLEKENS, “Reclame rond IPO’s”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2002, nr. 1, 10, op 12: “Dit betekent dat het traject van de beursgang kan worden opgedeeld in twee perioden die naadloos op elkaar aansluiten, te weten de periode vóór de dag waarop het voorlopige prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld en de periode daarna. In de eerste periode mag niet daadwerkelijk worden aangeboden maar mag wel reclame gericht op de IPO worden gemaakt (mits wordt voldaan aan het bepaalde in artikel 4 Bte 1995). In de tweede periode mag daadwerkelijk worden aangeboden maar mag geen reclame gericht op de IPO worden gemaakt”.

²⁰⁵² Zie de bespreking hierboven.

²⁰⁵³ Considerans nr. 33 Prospectusrichtlijn. Zie tevens considerans nr. 35 Prospectusverordening : “De lidstaten dienen de reclamevoorschriften met betrekking tot aanbiedingen van effecten aan het publiek en toelatingen van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt effectief te doen naleven. Bij grensoverschrijdende aanbiedingen of grensoverschrijdende toelatingen tot de handel dient een adequate coördinatie tussen de bevoegde autoriteiten te worden nagestreefd”.

²⁰⁵⁴ Zie art. 15.1 Prospectusrichtlijn. Art. 15.2 Prospectusrichtlijn bepaalt dat in alle reclame-uitingen wordt vermeld dat er een prospectus is of zal worden gepubliceerd en wordt tevens aangegeven waar beleggers het prospectus kunnen verkrijgen. Art. 15.3 Prospectusrichtlijn verplicht dat reclame-uitingen duidelijk als zodanig herkenbaar moeten zijn, en dat de in een reclame-uiting vervatte informatie niet onjuist of misleidend mag zijn, en bovendien in overeenstemming moet zijn met de in het prospectus verstrekte informatie of, indien het prospectus op een later tijdstip wordt gepubliceerd, met de informatie die daarin verstrekt moet worden. Art. 15.3 Prospectusrichtlijn bepaalt verder dat mondeling of schriftelijk meegedeelde informatie betreffende de aanbieding van effecten of de toelating van effecten tot de handel moet, ook al is zij niet voor reclamationdoeleinden verstrekt, steeds moet stroken met die welke in het prospectus is vermeld. Wanneer geen prospectus vereist is, wordt door de uitgevende instelling of de aanbieder verstrekte en tot gekwalificeerde beleggers of speciale categorieën beleggers gerichte essentiële informatie, met inbegrip van in het kader van bijeenkomsten betreffende aanbiedingen van effecten verstrekte informatie, verstrekt aan alle gekwalificeerde beleggers of speciale categorieën beleggers tot wie het aanbod exclusief is gericht (art. 15.5 Prospectusrichtlijn).

herkomst heeft ten slotte ook de bevoegdheid om “te controleren of de reclameactiviteiten met betrekking tot een openbare aanbieding van effecten of een toelating van effecten tot de handel aan deze beginselen voldoen”²⁰⁵⁵.

496. BENADERING VAN RECLAME IN DE PROSPECTUSVERORDENING. De Prospectusverordening bevat een aantal uitvoeringsmaatregelen²⁰⁵⁶, in het bijzonder ten aanzien van de verspreiding van advertenties²⁰⁵⁷. Een “advertentie” werd daarbij gedefinieerd als een aankondiging die betrekking heeft op een specifieke aanbieding van effecten aan het publiek of op een toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt of die er specifiek op gericht is de mogelijke inschrijving op of aankoop van effecten te promoten²⁰⁵⁸. Artikel 34 van de Prospectusverordening stelt ten slotte dat advertenties betreffende een aanbieding van effecten aan het publiek of betreffende een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt door de belanghebbenden – zoals de uitgevende instelling, de aanbieder, de aanvrager van de toelating en de aan de plaatsing en/of overneming deelnemende financiële intermediairs – met behulp van een van de daarin opgesomde communicatietechnieken onder het publiek mogen worden verspreid²⁰⁵⁹.

497. SUBSIDIAIRE BENADERING. Wat opvalt, is dat zowel het begrip “reclame-uiting” van de Prospectusrichtlijn als het begrip “advertentie” van de Prospectusverordening worden gebruikt *in functie van* een specifieke openbare aanbieding of een toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt (of die er specifiek op gericht is de mogelijke inschrijving op of aankoop van effecten te promoten). Deze subsidiaire benadering bevestigt dat er eerst een openbare aanbieding (of toelating tot de gereglementeerde markt) tot stand moet komen alvorens de reclame-uiting gereguleerd wordt onder de prospectusreglementering. Reclame-uitingen die plaatsvinden voor de openbare aanbieding (of toelating tot de gereglementeerde markt) plaatsvindt, kunnen hoogstens onder de uitlokkingsregels vallen, naast, uiteraard, de toepasselijke regels uit het gemeen recht of het handelspraktijkenrecht met o.m. de regels inzake misleidende of agressieve reclame.

(3) *Poging tot formulering van een alternatieve benadering van de “openbare aanbieding”*

498. CONFRONTATIE VAN DEZE SUBSIDIAIRE BENADERING MET DE PRAKTIJK. Dergelijke subsidiaire benadering oogt vreemd wanneer deze geconfronteerd wordt met het belang van de reclame in de praktijk. In wezen komt de reclame voor een bepaalde aanbieding van effecten immers overeen met het “veruitwendigen” van deze aanbieding naar het publiek toe. *De lege ferenda* rijst daarom ook de vraag of het aanwenden van reclamemiddelen – en dus het veruitwendigen van de aanbieding – niet omgekeerd het criterium kan zijn om ook in de Prospectusrichtlijn te bepalen dat een bepaalde communicatie “voldoende informatie” bevat. Met andere woorden, en aansluitend bij het debat omtrent de al dan niet verbintenisrechtelijke invulling van de notie “openbare aanbieding”, zou men *de lege ferenda* een regeling kunnen voorstellen waarbij een aanbieding “openbaar” zijn op het ogenblik dat deze wordt geadverteerd naar het publiek toe, ongeacht of bepaalde variabelen, zoals prijs of voorwerp al dan niet bepaald of bepaalbaar zijn, en tenzij dat dergelijke aanbieding vrijgesteld zou zijn van de prospectus.

499. EERSTE TEGENARGUMENT (EN WEERLEGGING DAARVAN). Men zou als tegenargument kunnen

²⁰⁵⁵ Art. 15.6 Prospectusrichtlijn.

²⁰⁵⁶ Zie de machtiging in art. 15.7 Prospectusrichtlijn.

²⁰⁵⁷ Art. 1.6 Prospectusverordening.

²⁰⁵⁸ Zie art. 2.9 Prospectusverordening.

²⁰⁵⁹ Art. 34 Prospectusverordening. De Prospectusverordening laat 18 wijzen van verspreiding toe : geadresseerd of niet geadresseerd drukwerk; elektronisch bericht of elektronische advertentie ontvangen via een mobiele telefoon of semafoon; standaardbrief; reclame in de pers met bestelbon; catalogus; telefoon met of zonder menselijke tussenkomst; studiebijeenkomsten en presentaties; radio; beeldtelefoon; videotekst; elektronische post; telefax; televisie; advertentie; aanplakbiljet; folder; brochure; aankondigingen op het web, met inbegrip van “internet banners” (zie art. 34 Prospectusverordening).

inbrengen dat op deze wijze het de uitgevende instelling zelf is (of de andere partijen die betrokken zijn bij de verrichting, zoals een bankensyndicaat) die zelf het precieze ogenblik bepaalt waarop de “openbare aanbidding” veruitwendigd wordt. Met andere woorden is een volledige manipulatie van de timing van de aanbidding mogelijk. Zoals hier herinnerd kan worden, hadden we dat precies als een belangrijk argument aangeduid contra de verbintenisrechtelijke invulling van het concept “openbare aanbidding” : immers zo zou het bij een strikt verbintenisrechtelijke benadering mogelijk zijn om door weglating van criteria ter bepaling van voorwerp en prijs mededelingen zodanig op te stellen dat zij geen openbare aanbidding zouden uitmaken en aldus de precieze timing van een openbare aanbidding te manipuleren. Dit tegenargument speelt hier o.i. niet. Immers, vanuit het *perspectief van de belegger* is het in principe irrelevant wat de timing is van een aanbidding. Het tijdstip dat voornamelijk relevant is, is het ogenblik wanneer een aanbidding veruitwendigd wordt naar de belegger toe. Immers enkel vanaf dat tijdstip zal de belegger promotionele informatie verkrijgen omtrent een potentiële investering²⁰⁶⁰. Anderzijds is het voor de *uitgevende instelling* bijzonder interessant – en efficiënt – om het exact tijdstip te kennen – dat zij volledig onder controle heeft en zelf bepaalt – waarop de aanbidding onder de gegeven omstandigheden “openbaar” wordt²⁰⁶¹. Een bijkomende opmerking is dat deze alternatieve benadering in de praktijk – in de meeste gevallen – geen verschil zal opleveren. Immers, het is in de huidige definitie gebruikelijk dat, onmiddellijk na, en eigenlijk simultaan met, het plaatsvinden van de openbare aanbidding, de verrichting wordt geadverteerd. In de meeste gevallen, zoniet altijd, gebeurt de veruitwendiging van de openbare aanbidding simultaan met de openbare aanbidding zelf.

500. **TWEDE TEGENARGUMENT (EN WEERLEGGING DAARVAN).** In zekere zin houdt de enting van de openbare aanbidding op de veruitwendiging daarvan een verschuiving van het definitie-probleem in. Immers indien deze veruitwendiging van een aanbidding via reclame-uitingen het criterium wordt voor de “openbaarheid” van een aanbidding, is het de vraag welke communicaties wel of niet reclame zijn. In wezen lijkt het dat we daarmee terug bij af zijn : de vraag (nl. wat is een communicatie die een “openbaar aanbidding” uitmaakt?) waarop de Prospectusrichtlijn een – weliswaar gebrekkig – antwoord probeerde te formuleren (nl. een communicatie die “voldoende informatie” bevat om een investeringsbeslissing te nemen) leidt terug naar een vraag (nl. wat is een veruitwendiging, of anders gezegd, wat is een reclame-uiting?). Indien deze vraag opnieuw beantwoord moet worden op het niveau van de lidstaten, riskeren we bovendien werkelijk terug bij af te zijn, namelijk antwoorden die lidstaat per lidstaat verschillen, die de *ex ante* zekerheid voor uitgevende instellingen riskeren teniet te doen, indien bijvoorbeeld een bepaalde communicatie in de ene lidstaat wel, en in de andere niet als een reclame-uiting zou worden beschouwd. Dit risico is o.i. in onze alternatieve afbakening in ruime mate gemitigeerd, aangezien op Europees niveau wel geharmoniseerde reclamedefinities bestaan. Deze bestaande geharmoniseerde reclamedefinities zijn bovendien zo ruim dat in de meeste gevallen het relatief duidelijk zal zijn wat reclame is en wat niet. Bovendien kan, op relatief eenvoudige wijze, voor bepaalde communicaties, de juridische zekerheid gegeven worden dat ze *per se* geen reclame uitmaken (zie in detail verder hieronder).

(4) Concretisering van deze alternatieve benadering en de lege ferenda voorstellen

501. **EEN DE LEGE FERENDA VOORSTEL DAT AANSLUIT BIJ BESTAANDE RICHTLIJNEN.** Concreet

²⁰⁶⁰ Vgl. J. STUYCK, “Zin en onzin van reclamereglementering”, *D.C.C.R.*, 1996, 297-307, op 302, na de vaststelling dat consumenten niet zelden aankoopbeslissingen doen op grond van door reclame aangeprate symbolen : “Wel kan het recht er [...] indien nodig, door het opleggen van bepaalde informatieverplichtingen, toe bijdragen dat de consument over de nodige informatie beschikt zodat de aankoopbeslissingen die hij neemt inderdaad *zijn* beslissingen zijn, ook al zijn deze beslissingen hem door reclame aangepaard”. *Mutadis mutandis* kan dezelfde vaststelling gemaakt worden inzake de aanbidding van effecten : het is van belang dat op het ogenblik van de start van de marketing inspanningen de markt precies wordt geïnformeerd (zodat aldus, via de professionele beleggers, de fundamentele waarde van de effecten zo dicht mogelijk wordt benaderd).

²⁰⁶¹ R. FENS, “Nieuwe Beursregels AEX”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 3, 39, op 41: “Volgens de AEX is een notering ‘in belangrijke mate op Nederlandse particuliere belegger gericht’ indien er een actieve marketinginspanning richting de Nederlandse particulier wordt gericht, bijvoorbeeld door middel van commerciële advertenties in de grote dagbladen.”

definieerde de oude Richtlijn Misleidende Reclame reclame als “iedere mededeling bij de uitoefening van een commerciële, industriële of ambachtelijke activiteit of van een vrij beroep ter bevordering van de afzet van goederen of diensten, met inbegrip van onroerende goederen, rechten en verplichtingen”²⁰⁶². De nieuwe Richtlijn Misleidende en Vergelijkende Reclame definieert reclame op identieke wijze²⁰⁶³. De Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken definieert in art. 2.d “handelspraktijken” als “iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten”²⁰⁶⁴ (eigen cursivering). Het valt buiten het bestek van dit onderzoek om een grondige analyse van de reclamebepalingen in het EG recht te geven²⁰⁶⁵. Uit een samenlezing van deze definities zou men in de context van openbare aanbiedingen het principe kunnen distilleren dat iedere mededeling ter bevordering van de afzet, verkoop of levering van de effecten die door een uitgevende instelling worden aangeboden, als een “veruitwendiging” van de openbare aanbieding kan worden aangemerkt. Teruggrijpend naar de bestaande tekst van de Prospectusrichtlijn, zou *de lege ferenda* een “aanbieding van effecten aan het publiek” gedefinieerd kunnen worden als een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling ter bevordering van de afzet, verkoop of levering van de aangeboden of aan te bieden effecten, met inbegrip van mededelingen 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 continuïteit met de definitie – en, ruimer, de prospectusplicht – zoals deze op heden en *de lege lata* volgt uit de Prospectusrichtlijn, blijft behouden. Immers, de voorgestelde definitie blijft onderworpen aan de vrijstellingen van de prospectusplicht die in *Hoofdstuk 3* zullen worden geanalyseerd. Kort gezegd, zal reclame tussen gekwalificeerde beleggers of reclame gericht aan een beperkte groep personen, of nog reclame voor effecten met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR aan de prospectusplicht *blijven* ontsnappen, aangezien in dat geval aan een vrijstellingsgrond zal zijn voldaan. Zoals hierboven gesteld, zal het in de praktijk meestal duidelijk zijn *dat* een openbare aanbieding plaatsvindt. Dat zal het geval zijn onder zowel de bestaande als de voorgestelde definitie. Het voordeel van de voorgestelde *de lege ferenda* definitie is echter dat deze de risico’s die bij de bestaande definitie ontstaan doordat niet duidelijk is *wanneer* een openbare aanbieding plaatsvindt, grotendeels neutraliseert. Bovendien zal informatie sneller naar de markt stromen in de vorm van een prospectus, waardoor de prijs van de effecten beter de fundamentele waarde daarvan zal kunnen benaderen. Het criterium van de “veruitwendiging” sluit ook aan bij het voorstel aangaande het automatisch Europees paspoort dat in 2.2 van deze afdeling is besproken. In alle lidstaten waar een aanbieding veruitwendigd wordt, zal

²⁰⁶² Art. 2.1 Richtlijn 84/450/EEG van de Raad van 10 september 1984 betreffende het nader tot elkaar brengen van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lid- Staten inzake misleidende reclame, *Pb. L.*, 19 september 1984, afl. 250, 17-20.

²⁰⁶³ Art. 2.a Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende reclame en vergelijkende reclame, *Pb. L.*, 27 december 2006, afl. 376, 21-27.

²⁰⁶⁴ Art. 2.d Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG van de Raad, Richtlijnen 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 van het Europees Parlement en de Raad, *Pb. L.*, 11 juni 2005, afl. 149, 22-39. Zie in dit verband J. STUYCK, “De Handelspraktijkenwet na de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken en financiële producten”, in: X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 813, op 820 e.v.

²⁰⁶⁵ Niettemin kan tevens worden verwezen naar het (niet aangenomen) voorstel van verordening met betrekking verkoops promoties in de interne markt (EUROPESE COMMISSIE, *Communication on Sales Promotions in the Internal Market – Proposal for a European Parliament and Council Regulation Concerning Sales Promotions in the Internal Market*, 2 oktober 2001, COM(2001) 546 definitief), en meer bepaald art. 2.a van dat voorstel waarin een “commerciële communicatie” werd gedefinieerd als “any form of communication designed to promote, directly or indirectly, the goods, services or image of a company, organisation or person pursuing a commercial, industrial or craft activity or exercising a regulated profession. The following do not constitute commercial communications: [i] information allowing direct access to the activity of the company, organization or person, in particular a domain name or an electronic-mail address; and [ii] communications relating to the goods, services or image of the company, organisation or person compiled in an independent manner, particularly when this is without financial consideration”.

immers automatisch gebruik kunnen worden gemaakt van een prospectus.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“aanbieding van effecten aan het publiek”: een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling **ter bevordering van de afzet, verkoop of levering van de aangeboden of de aan te bieden effecten, met inbegrip van mededelingen** 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. Deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële intermediairs.

(5) **Harmonisatie van technische criteria en de rol van Lamfalussy niveaus 2 en 3**

502. GEHARMONISEERDE SAFE HARBOURS. Indien voor een dergelijk ruim reclamecriterium wordt gekozen, verdient het – eveneens *de lege ferenda* – aanbeveling dat een aantal – geharmoniseerde – *safe harbours* worden ingebouwd. De vergelijking met de verscheidene Rules onder de *1933 Securities Act* kan daartoe in een eerste stadium instrumenteel zijn. In dat opzicht kan verwezen worden naar de hierboven aangehaalde *Rule 168* en *Rule 169* (de “*factual business information safe harbor*”), *Rule 163A* (de “*plus 30 days communications safe harbour*”), *Rule 135* (m.b.t. “*notices*”), *Rule 139* (m.b.t. analistenrapporten). Ook verdient het aanbeveling om in een uitdrukkelijke uitzondering te voorzien voor de voorhandel, door te bevestigen dat onderhandelingen en overeenkomsten tussen een uitgevende instelling en professionele partijen die haar kunnen bijstaan bij een eventuele openbare aanbieding, geen reclame zullen uitmaken voor deze openbare aanbieding (vgl. Section 2(a)(3) *1933 Securities Act*).

503. ROL VAN LAMFALUSSY NIVEAUS 2 EN 3. Indien zou voorzien worden in Europese safe harbours op een verruimde “openbare aanbieding”-notie, zal de inhoud daarvan in de eerste plaats geënt kunnen (en moeten) zijn op de bestaande Lamfalussy richtlijnen – en met name de Transparantierichtlijn en de Marktmissbruikrichtlijn – en hun uitvoeringsverordeningen. Mee om deze reden is niet zozeer de inhoud van de Amerikaanse *Rules* belangrijk – hoewel die nuttige criteria kunnen opleveren, die doorgaans reeds jaren worden toegepast door de marktpartijen in de Verenigde Staten – maar wel de wijze waarop deze worden uitgevaardigd. De *Rules* maken immers zelf geen deel uit van de *1933 Securities Act*, maar worden geconcipeerd en uitgevaardigd door de SEC onder de ruime bevoegdheid die haar door de *1933 Securities Act* werd toegekend. De inhoudelijke criteria zijn daarom niet zelden gegroeid vanuit de markt, enigszins flexibel en zeker adaptief. *Rule 135*, om een voorbeeld te nemen, werd voor de eerste maal uitgevaardigd in december 1970, en werd vervolgens gewijzigd in 1982, 1994 en 1999²⁰⁶⁶. In een Europese context, komt het niveau waarop dergelijke geharmoniseerde criteria kunnen worden afgesproken, o.i. overeen met ofwel Lamfalussy niveau 2 ofwel Lamfalussy niveau 3. O.i. moet in de context van dergelijke technische vrijstellingen in de eerste plaats rekening gehouden worden met de marktpraktijken en -ontwikkelingen, en zijn beleidsdoelstellingen in wezen niet aan de orde (immers, de beleidsdoelstelling zit voornamelijk vervat in de definitie van het openbaar aanbod en de meer fundamentele vrijstellingen die in Hoofdstuk 3 worden besproken). De beoordeling welke communicaties technisch wel of niet reclame uitmaken, lijkt ons daarom best vanuit het toezicht op de markt te moeten groeien. Er moet bijgevolg overwogen worden of Lamfalussy niveau 3 – en dus CESR – niet het gewenste niveau is om deze beoordeling te maken. Niettemin kunnen er voorbeelden bestaan dat de beleidsmakers het niet eens zijn met technische keuzen, omdat zij bijvoorbeeld van mening zijn dat deze technische keuzen de beleidsdoelstellingen kunnen aantasten. Op dat ogenblik zou het mogelijk moeten zijn dat de regelgever van niveau 2 de materie naar zich toetrekt, door een regelgeving

²⁰⁶⁶ Zie hierboven, bij de bespreking van Rule 135.

uit te vaardigen die primeert op wat eerder technisch was afgesproken op niveau 3. Belangrijk is wel dat, in beide gevallen, de uitkomst er één is waarbij de technische criteria omtrent welke communicaties wel of niet reclame en dus een openbare aanbidding uitmaken, geharmoniseerd zijn. Anders dan nu, mogen dergelijke concrete criteria niet worden “gedelegeerd” aan de nationale overheden.

504. POGING TOT FORMULERING VAN DERGELIJKE ROL. Om deze reden stellen we voor om in de *Algemene Prospectusverordening*²⁰⁶⁷ een bijkomende bepaling toe te voegen, die deze benadering concretiseert, namelijk: CESR heeft de bevoegdheid om te bepalen welke precieze mededelingen geacht worden de afzet van de aangeboden effecten niet te bevorderen of geen voldoende informatie te bevatten, tenzij de Commissie volgens de procedure van artikel 24, lid 2, Prospectusrichtlijn andere uitvoeringsmaatregelen vaststelt. Naast dergelijke inhoudelijke analyse, kan men ook de vraag stellen of deze uitbreiding van de rol van CESR verdedigbaar in politiek en institutioneel opzicht. Wat de politieke opportuniteit betreft, kan verwezen worden naar de analyse van Deel 1, Hoofdstuk 2 omtrent de politieke legitimatie van het FSAP door de Lissabon Agenda. Om het met een boutade te zeggen, wil men dat het FSAP een motor is voor groei, dan moet men bereid zijn de politieke conclusies te trekken. Wat de institutionele context betreft, valt een diepgaand onderzoek van de mogelijkheden en beperkingen buiten het bestek van het onderzoek. Zoals in de Algemene Inleiding aangegeven, gaat dit onderzoek niet in op de institutionele vraag naar het ontwikkelen van een unieke Europese toezichthouder. Niettemin zien we *a priori* geen institutionele bezwaren (indien de politieke wil er is). Een herziene Prospectusrichtlijn op niveau 1 – al dan niet een *Algemene Prospectusverordening* – kan aan CESR een aantal “niveau 2” taken delegeren, voor zover deze taken precies zijn aangeduid en niet meer wordt gedelegeerd dan de taken die de Europese wetgever zelf bezit en kan de uitvoering van deze taken op haar beurt op haar wettigheid getoetst²⁰⁶⁸. CESR zou om deze reden de vorm van een agentschap kunnen gegeven worden, met een eigen rechtspersoonlijkheid en financiële autonomie²⁰⁶⁹.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

CESR heeft de bevoegdheid om te bepalen welke precieze mededelingen geacht worden geen voldoende informatie te bevatten, of de afzet, verkoop of levering van de aangeboden of aan te bieden effecten niet te bevorderen, tenzij de Commissie volgens de procedure van artikel 24, lid 2, Richtlijn 2003/71/EG andere uitvoeringsmaatregelen vaststelt. Deze bepalingen worden gepubliceerd op de website van CESR. Indien gewettigde onzekerheid bestaat of een voorgenomen mededeling al dan niet een “aanbidding van effecten aan het publiek” zal uitmaken, moet de bevoegde toezichthoudende overheid deze vraag voorleggen aan CESR, die binnen drie werkdagen een uitspraak dient te doen. Deze uitspraak wordt tegelijkertijd gepubliceerd op de website van CESR.

²⁰⁶⁷ Zie Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1.4. (m.b.t. het model van coöperatieve harmonisatie).

²⁰⁶⁸ K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Europees recht*, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 1995 (736 p.), 456-457. Het gaat in dat geval om delegatie van *regelgevende* bevoegdheden (binnen de bevoegdheid die de Europese Commissie nu op niveau 2 heeft. Het betreft aldus geen delegatie van toezichthoudende bevoegdheden (omtrent dat laatste zie E. WYMEERSCH, “Delegation as an Instrument for Financial Supervision”, Working Paper, 12 december 2006 (27 p.)).

²⁰⁶⁹ Idem, 340-341.

2.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd ingegaan op de begripsbepaling van de “openbare aanbidding aan het publiek”. Deze definitie valt uiteen in een objectieve pool (de mededeling), een expansionistische pool (de uitbreiding naar intermediairs), een inhoudelijke pool (voldoende informatie), en een territoriale pool (die impliciet besloten is in de definitie). Op grond van ons onderzoek blijken een aantal belangrijke, relevante problemen te bestaan bij deze bestanddelen. Ten eerste werd de *retail cascade* problematiek onderzocht – alsook de diverse gesuggereerde oplossingen – die ons leidde tot een zorgvuldige deconstructie van de “definitieve plaatsing”-regel van art. 3.2, *in fine* Prospectusrichtlijn en op basis waarvan we een aantal *de lege ferenda* voorstellen hebben gedaan die o.i. aansluiten zowel bij de logica van de Prospectusrichtlijn als de realiteit van de markten, en die bovendien de efficiëntie van de intermediaire kunnen bevorderen. Ten tweede bleek uit een samenlezing van art. 2.1.e met art. 3.1 Prospectusrichtlijn dat het openbare aanbiddingsbegrip territoriaal is opgesplitst en de marktspelers bijgevolg in een territoriale logica dwingt. De vraag werd hier *de lege ferenda* gesteld of, gezien de doelstelling van marktintegratie, een *automatisch* Europees paspoort niet opportuun is, en dienaangaande werd een tekstvoorstel geformuleerd. Ten derde heeft de Europese wetgever nagelaten criteria te preciseren ter afbakening van het begrip “voldoende informatie”. Integendeel : door de Europese Commissie werd bevestigd dat de lidstaten een marge van discretie hebben bij de omzetting van dit begrip. Onze analyse van de omzettingswetten in de vijf onderzochte jurisdicties leerde ons dat de “openbare aanbidding”-notie voorwerp is van significante divergenties. Deze divergenties hebben o.i. drie eigenschappen gemeen. Ten eerste zijn de divergenties niet op mekaar geënt (vb. waar de ene lidstaat de “openbare aanbidding” definieert in functie van verbintenisrechtelijke criteria, doet de andere dat expliciet niet). Ten tweede hebben we geen betekenisvolle evidentie of vermoedens kunnen terugvinden die erop zouden duiden dat de divergenties te kwader trouw zouden zijn aangebracht (vb. om protectionistische motieven). Ten derde bleken de meeste divergenties zinvol te zijn (vb. een poging om een lacune te remediëren). Niettemin lijken dergelijke divergenties de toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 niet te doorstaan, aangezien de verschillen potentieel de efficiëntie reduceren waarmee vraag en aanbod van kapitaal mekaar ontmoeten doordat transactiekosten en risico's verhoogd worden. We stelden om deze reden de vraag of *de lege ferenda* een alternatieve, geharmoniseerde formulering kan worden voorgesteld. We hebben daarbij tegen een verbintenisrechtelijke invulling gepleit. O.i. bevestigt zulke invulling de divergenties tussen de lidstaten (aangezien het verbintenisrecht niet geharmoniseerd is), maar bovendien staan de criteria van het verbintenisrecht ook op een gespannen voet met de economische realiteit omtrent hoe openbare aanbiddingen gebeuren. Het gebruik van verbintenisrechtelijke criteria zal ertoe leiden dat soms “te” vroeg, soms “te” laat, een openbare aanbidding plaatsvindt, en dat dit precieze ogenblik bovendien per lidstaat verschillend is. Mee onder invloed van een vergelijking met de prospectusreglementering in de Verenigde Staten – waarbij werd teruggegrepen naar de traditionele concepten, voordat deze geërodeerd werden – werd *de lege ferenda* onderzocht of een omschrijving van de “openbare aanbidding”-notie op grond van de “eerste veruitwendiging” naar het publiek toe van een aanbidding (en dus het adverteren daarvan) een werkbaar alternatief kan zijn. In dat opzicht werd geargumenteed dat zulk alternatief aansluiting vindt bij de marktpraktijk, waarbij reclame in toenemende mate gelinkt is met de aanbidding. Teruggrijpend naar de bestaande tekst van de Prospectusrichtlijn werd *de lege ferenda* voorgesteld een “aanbidding van effecten aan het publiek” te definiëren als een “in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling ter bevordering van de afzet, verkoop of levering van de aangeboden of de aan te bieden effecten”. Dergelijke verruimde notie zou voorts aanleiding geven tot het formuleren van een aantal uitsluitingen, die ofwel op Lamfalussy niveau 2 ofwel op Lamfalussy niveau 3 geharmoniseerd kunnen worden voor de gehele E.E.R.

AFDELING 3. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE REGELING INZAKE DE PROSPECTUSPLICHT WEGENS DE TOELATING VAN EFFECTEN TOT DE VERHANDELING OP DE GERELEMENTEERDE MARKT

3.1. OPZET

505. DE TWEDE POOL VAN DE PROSPECTUSPLICHT : DE “TOELATING VAN EFFECTEN TOT DE VERHANDELING OP DE GERELEMENTEERDE MARKT”. Naast de “aanbieding van effecten aan het publiek” is ook de “toelating van effecten tot de verhandeling op de gerelementeerde markt” in beginsel prospectusplichtig. Dit is de tweede pool van de prospectusplicht. In 3.2 wordt ten eerste ingegaan op de begripsbepaling in de Prospectusrichtlijn. In 3.3 gaan we vervolgens in op de wijze waarop deze definitie is omgezet in de onderzochte jurisdicties. We vatten daarbij ook telkens kort samen welke markten in de onderzochte jurisdicties op heden “gerelementeerd” zijn. In 3.4 ten slotte wordt deze regeling geëvalueerd op basis van de harmonisatietest van Deel 1.

3.2. ANALYSE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

3.2.1. Historische achtergrond

506. RICHTLIJN 80/390/EEG. Sinds 1980 was Richtlijn 80/390/EEG²⁰⁷⁰ van toepassing op effecten “waarvoor toelating tot de officiële notering aan een in een Lid-Staat gelegen of werkzame effectenbeurs wordt aangevraagd”²⁰⁷¹. Deze Richtlijn verplichtte de lidstaten ertoe in hun interne wetgeving te voorzien “dat de toelating van effecten tot de officiële notering aan een op hun grondgebied gelegen of werkzame effectenbeurs, afhankelijk wordt gesteld van de uitgifte van een informatieve publikatie, hierna prospectus te noemen”²⁰⁷².

507. RICHTLIJN 2001/34/EG. In 2001, amper 2 jaar voor de inwerkingtreding van de Prospectusrichtlijn, werd Richtlijn 80/390/EEG geïntegreerd in Richtlijn 2001/34/EG²⁰⁷³ die alle toenmalige richtlijnen inzake “aan de beurs genoteerde effecten” beoogde te codificeren²⁰⁷⁴. Volgens deze laatste Richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor “dat de toelating van effecten tot de officiële

²⁰⁷⁰ Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb.* Nr. L-100 van 17 april 1980, 1-26. Zie tevens K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.), 1410 e.v.

²⁰⁷¹ Art. 1.1 Richtlijn 80/390/EEG.

²⁰⁷² Art. 3 Richtlijn 80/390/EEG.

²⁰⁷³ Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, *Pb. L.*, 6 juli 2001, afl. 184, 1.

²⁰⁷⁴ Vgl. considerans nr. 2 Prospectusrichtlijn. Considerans nr. 1 Richtlijn 2001/34/EG stelde dat “Richtlijn 79/279/EEG van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, Richtlijn 82/121/EEG van de Raad van 15 februari 1982 betreffende de periodieke informatieverstrekking door vennootschappen waarvan de aandelen tot de officiële notering aan een effectenbeurs zijn toegelaten en Richtlijn 88/627/EEG van de Raad van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap zijn herhaaldelijk en ingrijpend gewijzigd. Derhalve is het, om redenen van zowel rationele ordening als de duidelijkheid van de tekst, dienstig tot codificatie van genoemde richtlijnen over te gaan, door samenbrenging ervan in één tekst”. I.v.m. Richtlijn 79/279/EEG zie tevens K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.), 1407 e.v.

notering aan een op hun grondgebied gelegen of werkzame effectenbeurs, afhankelijk wordt gesteld van de uitgifte van een informatieve publicatie, hierna prospectus genoemd [...]”²⁰⁷⁵.

508. VAN HET OORSPRONKELIJK VOORSTEL NAAR DE PROSPECTUSRICHTLIJN. De Prospectusrichtlijn, zoals gepubliceerd, definieert een “gereguleerde markt” als “een markt in de zin van artikel 1, punt 13, van Richtlijn 93/22/EEG”²⁰⁷⁶ en bepaalt verder dat “[d]e lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereguleerde markt afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus”²⁰⁷⁷. In tegenstelling tot de totstandkoming van de notie “openbare aanbidding”, zijn er amper tekstverschillen tussen de tekstversies van het Oorspronkelijk voorstel, het Gewijzigd voorstel of de Prospectusrichtlijn. Volgens het Oorspronkelijk voorstel diende de richtlijn van toepassing te zijn op effecten die “[...] toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van de Richtlijn Beleggingsdiensten”²⁰⁷⁸. Waar voorheen de Richtlijn 80/390/EEG – en ook Richtlijn 2001/34/EG – de notie hanteerde van de “officiële notering aan een effectenbeurs”, werd in het Oorspronkelijk voorstel gekozen voor de formulering “toelating tot de handel op een gereguleerde markt”. De reden daartoe was dat – net zoals de notie “aanbidding aan het publiek”²⁰⁷⁹ – ook de “toelating tot de officiële notering” in de communautaire regelgeving geen gedefinieerd begrip was²⁰⁸⁰. Anderzijds hanteerde de in 1993 uitgevaardigde Richtlijn Beleggingsdiensten het ruimere begrip “gereguleerde markt”²⁰⁸¹. Via de uitbreiding van de prospectusplicht naar de “toelating tot de handel op een gereguleerde markt” konden bijgevolg alle gereguleerde markten geïnterpreteerd worden, ook al bestonden deze buiten het “officiële segment” van een effectenbeurs²⁰⁸². Deze doelstelling blijkt overigens duidelijk uit de consideransen van de Prospectusrichtlijn luidens dewelke: “[t]er bescherming van de beleggers dienen effecten met en zonder aandelenkarakter te worden bestreken, die worden aangeboden aan het publiek of zijn toegelaten tot de handel op gereguleerde markten in de zin van [de Richtlijn Beleggingsdiensten], en niet uitsluitend effecten die tot de officiële notering aan een effectenbeurs zijn toegelaten”²⁰⁸³.

3.2.2. Inhoudelijke bepaling door de MiFID

509. KRUISVERWIJZING NAAR DE RICHTLIJN BELEGGINGSDIENSTEN MOET GELEZEN WORDEN ALS EEN KRUISVERWIJZING NAAR DE MiFID. De verwijzing in de Prospectusrichtlijn naar de Richtlijn

²⁰⁷⁵ Artt. 20 *jo.* 5 Richtlijn 2001/34/EG.

²⁰⁷⁶ Art. 2.1.j Prospectusrichtlijn. Vgl. art. 2.1.f Oorspronkelijk voorstel en art. 2.1.j Gewijzigd voorstel.

²⁰⁷⁷ Art. 3.3 Prospectusrichtlijn. Vgl. art. 4 Oorspronkelijk voorstel en art. 3.2 Gewijzigd voorstel.

²⁰⁷⁸ Oorspronkelijk voorstel, 8.

²⁰⁷⁹ Zie de bespreking hierboven.

²⁰⁸⁰ Zie Oorspronkelijk voorstel, 8: “In de communautaire regelgeving is het begrip ‘toelating tot de officiële notering’ immers niet gedefinieerd. In vele gevallen wordt dit begrip geïnterpreteerd als toelating tot het officiële segment van de nationale beurs (waarbij er soms zelfs geen handel plaatsvindt). Dit houdt in dat de voorschriften voor de informatievoorziening voor andere categorieën ‘gereguleerde markten’ (bij de RBD ingevoerd begrip) niet volledig geharmoniseerd zijn op EU-niveau en dat in talrijke gevallen wederzijdse erkenning niet is toegestaan. In andere lidstaten heeft de toepassing van de RBD geleid tot de afschaffing van het begrip ‘officiële notering’. Deze lidstaten hebben primaire markten, secundaire markten enz. ingevoerd”. Zie tevens Gewijzigd voorstel, 13.

²⁰⁸¹ Eertijds gedefinieerd in art. 1.13 Richtlijn Beleggingsdiensten als: “markt van de in deel B van de bijlage genoemde financiële instrumenten, [i] opgenomen in de in artikel 16 bedoelde lijst, opgesteld door de Lid-Staat die de Lid-Staat van herkomst is in de zin van artikel 1, punt 6, onder c); [ii] regelmatig werkend; [iii] gekenmerkt door het feit dat in door de bevoegde autoriteiten opgestelde of goedgekeurde bepalingen de voorwaarden voor de werking van en de toegang tot de markt zijn vastgelegd, alsmede, wanneer Richtlijn 79/279/EEG van toepassing is, de bij die richtlijn vastgestelde voorwaarden voor toelating tot de notering, en wanneer die richtlijn niet van toepassing is, de voorwaarden waaraan deze financiële instrumenten moeten voldoen om daadwerkelijk op de markt verhandeld te kunnen worden; [iv] die alle verplichtingen oplegt inzake melding en doorzichtigheid welke op grond van de artikelen 20 en 21 zijn voorgeschreven”.

²⁰⁸² Vgl. opnieuw Oorspronkelijk voorstel, 8. Zie tevens Gewijzigd voorstel, 13.

²⁰⁸³ Considerans nr. 12 Prospectusrichtlijn.

Beleggingsdiensten is zelf voorbijgestreefd, en moet gelezen worden als een verwijzing naar MiFID²⁰⁸⁴. In de MiFID wordt “gereguleerde markt” omschreven als een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III van MiFID²⁰⁸⁵.

510. NIET TOEPASSELIJKHEID VAN DE AANBIEDINGSVRIJSTELLINGEN. De aanbiedingsvrijstellingen van art. 3.2 Prospectusrichtlijn zijn niet toepasselijk in geval van een toelating van effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt; dit is zowel door de Europese Commissie als door CESR (in september 2007) bevestigd²⁰⁸⁶.

3.2.3. Gereguleerde en niet-gereguleerde markten in de onderzochte jurisdicties

511. GEREGLLEMENTEERDE MARKTEN. Het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn is beperkt tot toelatingen tot de handel op één bepaald type handelsplatform, namelijk een *gereguleerde markt*. De toelating tot de handel op andere types handelsplatformen – zoals een multilaterale handelsfaciliteit (“MTF”, namelijk “*multilateral trading facility*”) of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt²⁰⁸⁷ – valt met andere woorden buiten het geharmoniseerd domein. Krachtens de MiFID is het elke lidstaat toegestaan de status van “gereguleerde markt” te verlenen aan de markten die op zijn grondgebied zijn gevestigd en aan zijn regelgeving voldoen²⁰⁸⁸. Jaarlijks²⁰⁸⁹ wordt door de Europese Commissie een lijst gepubliceerd die de benaming van alle markten bevat die volgens de nationale bevoegde

²⁰⁸⁴ Cf. art. 69 MiFID: “[v]erwijzingen naar Richtlijn 93/22/EEG worden gelezen als verwijzingen naar de onderhavige richtlijn. Verwijzingen naar begrippen die worden omschreven in, dan wel artikelen van Richtlijn 93/22/EEG worden gelezen als verwijzingen naar het overeenkomstige begrip omschreven in, dan wel het artikel van deze richtlijn”. In de context van de Transparantierichtlijn – dat tevens naar de notie van de “gereguleerde markt” van de Richtlijn Beleggingsdiensten verwijst – heeft de Europese Commissie bevestigd dat geen formele wijziging van deze Richtlijn vereist was. Zie EUROPESE COMMISSIE, “Your questions on MiFID – Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures – Questions and answers”, versie 17 januari 2008 (124 p.), Question 81 : “Article 69 of the MiFID, as amended, repeals the Investment Services Directive, or ISD as of 1 November 2007 and provides that references to terms defined in the ISD are to be construed as references to equivalent terms defined in the MiFID. Therefore, no amendment of the Takeover Directive is required and the MiFID definitions will apply automatically as of 1 November 2007”. Zie tevens D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3, op 12.

²⁰⁸⁵ Art. 4.1.14 MiFID.

²⁰⁸⁶ CESR, Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 24 : “The exemptions listed in Article 3.2 are not applicable in case of an admission to trading (Article 3.3). Accordingly, if an offer of securities is exempt from the requirement to produce a prospectus by virtue of Article 3.2, a prospectus will never the less be required under Article 3.3 if the same securities are admitted to trading (unless an exemption in Article 4.2 applies)”. CESR agrees with the Commission’s view expressed above”. Zie tevens EUROPESE COMMISSIE, *Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record*, 26 januari 2005 (11 p.), 5.

²⁰⁸⁷ Art. 2.8 MiFID-Uitvoeringsverordening definieert het “handelsplatform” als “een gereguleerde markt, een MTF of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt, en, in voorkomend geval, een systeem van buiten de Gemeenschap met functies die vergelijkbaar zijn met die van een gereguleerde markt of een MTF”.

²⁰⁸⁸ Art. 47 MiFID.

²⁰⁸⁹ De Europese Commissie heeft beslist niet alleen jaarlijks een lijst in het Publicatieblad bekendmaken, maar ook een geactualiseerde versie van deze lijst bijhouden op haar officiële website (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm). Het is de bedoeling dat laatstgenoemde lijst regelmatig wordt bijgewerkt aan de hand van de informatie die door de nationale autoriteiten wordt verstrekt.

autoriteiten aan de definitie van “gereguleerde markt” voldoen²⁰⁹⁰. Daarenboven houdt CESR een gegevensbank bij met lijsten van alle handelsplatforms²⁰⁹¹.

512. MTF's. De multilaterale handelsfaciliteit wordt gedefinieerd als “een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig het bepaalde in titel II [MiFID]”²⁰⁹². De groep van MTF's groepeert eigenlijk alle niet-gereguleerde markten binnen de E.E.R. behoudens systematische interne afhandeling.

513. MTF'S VERSUS GEREGLATEERDE MARKTEN. Men kan zich de vraag stellen wat precies het onderscheid is tussen een MTF en een gereguleerde markt. Terecht werd in de Nederlandse doctrine gesteld dat uit de definities van beide begrippen blijkt dat het onderscheid tussen de twee niet erg strak is, in die zin dat het in beide gevallen gaat om (i) een multilateraal systeem dat (ii) meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit²⁰⁹³. Een eerste verschilpunt is dat bij het begrip gereguleerde markt is toegevoegd dat het moet gaan om “financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten”²⁰⁹⁴. Het is echter betwistbaar of deze “regels” een werkelijk onderscheidend criterium zijn, aangezien de meeste MTF's in de praktijk ook regels zullen stellen met betrekking tot de toelating van financiële instrumenten²⁰⁹⁵. Een tweede verschilpunt is louter formeel : een handelsplatform zal onder MiFID slechts als een “gereguleerde markt” kunnen worden beschouwd als er een vergunning als zodanig is verleend²⁰⁹⁶. Dit leidt evenwel tot een cirkelredenering, namelijk dat een handelsplatform een gereguleerde markt is indien ze vergund is als gereguleerde markt.

514. MTF'S VERSUS GEREGLATEERDE MARKTEN (II). Het echte verschil tussen de twee heeft o.i. eerder te maken met de gevolgen van een toelating tot de verhandeling op het handelsplatform in kwestie. De Europese regelgever heeft het mogelijk gemaakt dat aan de uitgevende instellingen een keuze wordt gegeven om te opteren voor het “zwaar” regime van de gereguleerde markt of een “light” regime van de MTF²⁰⁹⁷. Zo is er enkel sprake van een prospectusplicht onder de Prospectusrichtlijn (en bijgevolg de verplichting om een goedgekeurd prospectus dat voldoet aan de eisen van de Prospectusverordening beschikbaar te hebben) in geval van toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt. Bij verhandeling van effecten via een MTF is alleen sprake van

²⁰⁹⁰ Geannoteerd overzicht van de gereguleerde markten en van de nationale bepalingen tot omzetting van de terzake geldende voorschriften van de [Richtlijn Beleggingsdiensten], *Pb. C.*, 1 maart 2008, afl. 57, 21-27. Artikel 47 MiFID schrijft immers voor dat elke lidstaat een geactualiseerde lijst dient bij te houden van alle gereguleerde markten waaraan hij vergunning heeft verleend. Deze informatie moet aan de overige lidstaten en de Europese Commissie worden medegedeeld. Krachtens hetzelfde artikel (artikel 47 van Richtlijn 2004/39/EG) is de Europese Commissie verplicht jaarlijks in het Publicatieblad van de Europese Unie een lijst bekend te maken van de gereguleerde markten waarvan zij in kennis is gesteld. De laatste lijst dateert van maart 2008.

²⁰⁹¹ mifidatabase.cesr.eu.

²⁰⁹² Art. 4.1.15 MiFID.

²⁰⁹³ A.P.H. KLEIN en C.W.M. LIEVERSE, “Handelsplatformen onder de MiFID: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 1/2, 2008, 23, 26.

²⁰⁹⁴ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Wft en MiFID : Het snel veranderende financiële landschap in Europa en Nederland”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 129, op 145.

²⁰⁹⁵ *Idem*, 26.

²⁰⁹⁶ Zie de hierboven geciteerde definitie in art. 4.1.14 MiFID.

²⁰⁹⁷ E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.), 206 e.v.; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Wft en MiFID : Het snel veranderende financiële landschap in Europa en Nederland”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 129, op 147.

een prospectusplicht op grond van de Prospectusrichtlijn als de verhandeling kwalificeert als of gepaard gaat met een aanbieding aan het publiek²⁰⁹⁸. Sinds enkele jaren kan men evenwel een toenemend succes vaststellen van MTF's zoals Alternext²⁰⁹⁹ (functionerend in Frankrijk sinds mei 2005 en in België en Nederland²¹⁰⁰ sinds juni 2006) of AIM (in het Verenigd Koninkrijk)²¹⁰¹. Anders dan de idee om een *level playing field* tussen alle handelsplatformen te creëren, blijkt het dat de lichtere regulering ten aanzien van deze MTF's uitgerekend als een marktvoordeel gepresenteerd wordt²¹⁰²: in functie van bepaalde elementen – niet zelden de omvang van de uitgevende instelling of de grootte van de kapitaalbehoefte – kunnen uitgevende instellingen zo kiezen voor een “light” regime van regulering²¹⁰³. Op dit vlak kan een interessante vaststelling gedaan worden. Het “light” regime heeft hoofdzakelijk betrekking op de doorlopende informatieverplichtingen (de *ongoing information duties*) en de opmaak van de financiële informatie (IFRS dan wel lokale GAAP)²¹⁰⁴. In nagenoeg alle gevallen zal door de markt toch een soort “prospectus” als informatiedocument vereist worden. Meer nog: niet zelden wordt een prospectusvereiste precies als een voordeel gepresenteerd, om op deze wijze een voldoende grond van beleggersvertrouwen te creëren en aldus een zo groot mogelijk investeerderspotentieel aan te

²⁰⁹⁸ A.P.H. KLEIN en C.W.M. LIEVERSE, “Handelsplatformen onder de MiFID: gereglementeerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 1/2, 2008, 23, 28. De auteurs analyseren in dit artikel ook de overige verschillen tussen het juridisch regime ten aanzien van MTF's en gereglementeerde markten. Deze betreffen o.m. verschillen inzake de toepassing van de transparantiewetgeving, marktmisbruikregels, corporate governance, IFRS en overnamewetgeving (zie 38-30). Zie tevens J.P. FRANX, “Alternext Amsterdam: een niet-gereglementeerde markt voor small- en midcaps”, *Ondernemingsrecht* 2006, nr. 152, 463, 467: “Toelating van effecten tot het publieke handelssegment [van Alternext Amsterdam] zal doorgaans worden voorafgegaan door een aanbieding van deze effecten aan het publiek. Door het doen van een dergelijke aanbieding is [...] een door de bevoegde toezichthouder goedgekeurd prospectus vereist. Langs deze weg zal bij een IPO aan Alternext Amsterdam in veel gevallen toch sprake zijn van een goedgekeurd prospectus dat voldoet aan de inhoudelijke vereisten van [de Prospectusverordening]”.

²⁰⁹⁹ Zie o.m. C.W.M. LIEVERSE, “Alternext Amsterdam”, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006, nr. 4, 139. Zie tevens voor een vergelijking van Alternext Amsterdam, Alternext Parijs en AIM (anno 2006) B.T.B. SIEMERS, “Alternatieve markten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 5, 102, 102 e.v.

²¹⁰⁰ Zie m.b.t. Alternext Amsterdam: K.A. KRALJ, “Alternext Amsterdam, een succesvolle alternatieve markt?”, *Tijdschrift voor Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 1, 38; J.P. FRANX, “Alternext Amsterdam: een niet-gereglementeerde markt voor small- en midcaps”, *Ondernemingsrecht* 2006, nr. 152, 463, 464: “Alternext Amsterdam gaat onder meer concurreren met de in 1995 opgerichte Alternative Investment Market (AIM) in Londen. Deze eveneens niet-gereglementeerde markt telde in juni 2006 meer dan 1500 genoteerde fondsen en is commercieel een groot succes. AIM trekt ook noteringen uit het Euronext-territorium aan. Ondanks het grote aantal potentieel te noteren fondsen, is succes van Alternext Amsterdam niet op voorhand gegarandeerd. Het streven om in Amsterdam een volwassen handelsplatform voor kleine en middelgrote ondernemingen te creëren kent inmiddels een geschiedenis van meer dan twintig jaar met als mijlpalen oprichting van de parallelmarkt (1982) en oprichting van NMAX (1997) die in 2001 is overgegaan in Euro.NM Amsterdam. De parallelmarkt heeft gekampt met een imagoprobleem; NMAX en Euro.NM Amsterdam zijn er niet in geslaagd al te veel noteringen aan te trekken. [...]”.

²¹⁰¹ Zie bv. H. DUMOULIN, “European listings”, *IFLR Capital Markets Forum (Londen)*, 3 april 2006, slides 2 en 5. Tevens kan verwezen worden naar het succesvolle of Euro MTF in Luxemburg.

²¹⁰² E. WENNGREN, “Strategies of the other principal European and U.S. exchanges to meet the needs of smaller companies – Euronext”, *Towards a Pan-European Stock Market for High Growth Companies – Implications of the Strategies of AIM and Competing Exchanges, City and Financial Conference*, te Londen op 10 mei 2006: “IFRS or local GAAP with IFRS reconciliation tables [...] On-going obligations simplified” (in de context van Alternext).

²¹⁰³ Vgl. de “glazen plafond” beelddspraak van B.T.B. SIEMERS, “Alternatieve markten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 5, 102: “Als gevolg hiervan zou gezegd kunnen worden dat er een glazen plafond bestaat voor fondsen genoteerd aan alternatieve markten. Dit glazen plafond wordt gevormd door de toepasselijke wet- en regelgeving op alternatieve en officiële markten. Zolang uitgevende instellingen gebruik kunnen maken van bijvoorbeeld vrijstellingen onder de Prospectusrichtlijn bij het aantrekken van extra kapitaal zullen zij wellicht geen erg hebben in het bestaan van een glazen plafond. Tot die tijd voldoet een alternatieve markt. Zodra men echter een uitgifte van effecten aan het publiek wil doen zal in de regel een prospectus opgesteld dienen te worden (tenzij dit in een eerder stadium al is gedaan zonder dat dit verplicht was). Indien een overstap naar een officiële markt gewenst is, geldt hetzelfde en dient daarnaast aan andere wet- en regelgeving voldaan te worden [...]. Dit alles is in de regel pas zinvol zodra de additionele kosten dit rechtvaardigen”.

²¹⁰⁴ E. WENNGREN, “Strategies of the other principal European and U.S. exchanges to meet the needs of smaller companies – Euronext”, *Towards a Pan-European Stock Market for High Growth Companies – Implications of the Strategies of AIM and Competing Exchanges, City and Financial Conference*, te Londen op 10 mei 2006.

spreken²¹⁰⁵.

3.3. Toetsing van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties

515. OPZET. In de randnummers hierna analyseren we de omzettingsbenaderingen van de prospectusplicht wegens de “toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt” in de onderzochte jurisdicties. In tegenstelling tot afdeling 2 hierboven kunnen we vrij beknopt zijn, omdat reeds sinds Richtlijn 80/390/EEG de Europese notie van de “officiële notering aan een effectenbeurs” werd gehanteerd. Bovendien was ook de notie “gereglementeerde markt” reeds bekend van de Richtlijn Beleggingsdiensten. De stap naar een correcte omzetting was daarom voor de lidstaten minder groot.

3.3.1. Analyse van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties

516. DE OMZETTING IN BELGIË. De Prospectuswet neemt letterlijk de definitie van de Prospectusrichtlijn over door een gereglementeerde markt te definiëren als “elke Belgische of buitenlandse gereglementeerde markt bedoeld in artikel 2, 3°, 5° of 6°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten”²¹⁰⁶. Legistiek is dit een ietwat slordige definitie omdat het korter had gekund door de gereglementeerde markt te definiëren als “elke gereglementeerde markt bedoeld in artikel 2, 3°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten”. De wet van 2 augustus 2002 definieert het begrip “gereglementeerde markt” als “elke Belgische of buitenlandse gereglementeerde markt”, begrippen die ten gevolge van het Belgische MiFID-omzettingsbesluit van 27 april 2007 grondig zijn aangepast²¹⁰⁷.

517. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Sinds 1 november 2007 wordt een gereglementeerde markt in de Wft omschreven als een “multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten, en dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt”²¹⁰⁸.

518. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Zoals aangegeven bij onze analyse van de omzetting van de “openbare aanbidding”-notie (zie *afdeling 2*), heeft de Franse wetgever ervoor geopteerd om het begrip “beroep op het spaarwezen” te laten voortbestaan. De toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt wordt beschouwd als één van de verrichtingen die een “beroep op het

²¹⁰⁵ Diverse sprekers op de twee hierboven aangehaalde conferenties.

²¹⁰⁶ Art. 9, 5° Prospectuswet.

²¹⁰⁷ Art. 2, 3° wet van 2 augustus 2002. Een Belgische gereglementeerde markt is sinds 1 november 2007 gedefinieerd als “een door een marktonderneming geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat verschillende koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten - binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem - samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en/of de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in hoofdstuk II [van de wet van 2 augustus 2002]” (art. 2, 5° wet van 2 augustus 2002, zoals gewijzigd door art. 85 K.B. 27 april 2007). Een buitenlandse gereglementeerde markt is sinds 1 november 2007 “elke markt voor financiële instrumenten die is georganiseerd door een marktonderneming waarvan de Staat van herkomst een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte is dan België, en waaraan in deze lidstaat een vergunning als gereglementeerde markt met toepassing van titel III van de Richtlijn 2004/39/EG is verleend” (art. 2, 6° wet van 2 augustus 2002, zoals gewijzigd door art. 85 K.B. 27 april 2007).

²¹⁰⁸ Art. 1:1 Wft. Zie, wat de situatie vóór 1 november 2007 betrof, o.m. H. TUINSTRA, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Wft en MiFID: Het snel veranderende financiële landschap in Europa en Nederland”, in: D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 129, op 140 en 145 e.v.

spaarwezen” zal uitmaken²¹⁰⁹. De *code monétaire et financier* definieert de gereglemateerde markt echter wel conform de notie van de MiFID, namelijk als “un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables”²¹¹⁰.

519. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. De verwijzing in de *Financial Services And Markets Act 2000* naar “Article 1.13 of the investment services directive” werd bij de omzetting van de MiFID vervangen door een verwijzing naar “Article 4.1(14) of Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments”²¹¹¹. Verder wordt de gereglemateerde markt in het *FSA Handbook* omschreven als “a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments - in the system and in accordance with its non-discretionary rules - in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III of MiFID”²¹¹².

520. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De WpPG ten slotte verwijst naar de gereglemateerde markt als de “Organisierter Markt”, die als volgt wordt omschreven “ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtetes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt”²¹¹³.

3.3.2. Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek

521. ER WERDEN GEEN OMZETTINGSDIVERGENTIES VASTGESTELD. Op basis van de

²¹⁰⁹ Art. L 411-1 *Code monétaire et financier*: “L’appel public à l’épargne est constitué par l’une des opérations suivantes : [...] L’admission d’un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé”. Zie evenwel de kritische opmerkingen van B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l’appel public à l’épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652, nr. 13 : “La fin du critère de l’admission aux négociations - En cas d’admission aux négociations sur un marché réglementé de titres destinés à être négociés entre professionnels, la directive « prospectus » instaure donc un dispositif particulier au bénéfice de ces derniers. On conviendra que, sur les marchés où interviennent des avertis, la réglementation peut sans inconvénients être allégée. Mais cette mesure met en cause le critère monolithique de l’appel public à l’épargne que constitue l’admission aux négociations sur un marché réglementé. Il n’est plus possible de continuer à considérer comme « appel public à l’épargne » des opérations qui n’intéressent que des professionnels. De ce fait encore, une modification de la définition s’impose. Au surplus, ledit critère voit sa portée restreinte par le développement d’autres systèmes de négociation que consacre la directive concernant les marchés d’instruments financiers”.

²¹¹⁰ Art. L421-1 *Code monétaire et financier*. Art. L421-2 *Code monétaire et financier* voegt daaraan toe dat “[u]n marché réglementé est géré par une entreprise de marché. Celle-ci a la forme d’une société commerciale. Lorsque l’entreprise de marché gère un marché réglementé régi par les dispositions du présent code, son siège social et sa direction effective sont établis sur le territoire de la France métropolitaine ou des départements d’outre-mer. L’entreprise de marché doit satisfaire à tout moment aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables [...]”.

²¹¹¹ Section 103 FSMA 2000. Zie Section 11(1) van de Schedule 15, Part I (Section 1272) van de Companies Act 2006: “Section 103 [...] is amended as follows [-] In the definition of ‘regulated market’ for ‘Article 1.13 of the investment services directive’ substitute ‘Article 4.1(14) of Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments’.

²¹¹² FSA Handbook, Glossary. Zie tevens P. NELSON, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (488 p.), 418.

²¹¹³ Ab. 1, §2, 16 WPgG.

rechtsvergelijkende analyse komen we tot de vaststelling dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn.

3.3.3. Overzicht van de gereguleerde markten in de onderzochte jurisdicties

522. VIJFENTWINTIGTAL GEREGLLEMENTEERDE MARKTEN IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES. In de vijf onderzochte jurisdicties bestonden omstreeks maart 2008 een vijftientigtal gereguleerde markten, zoals blijkt uit het overzicht dat door de Europese Commissie gepubliceerd werd alsook de gegevensbank van CESR²¹¹⁴.

523. TACHTIGTAL MTF'S IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES. Op basis van de hier boven geciteerde gegevensbanken komen we tot de conclusie dat voor de 5 onderzochte jurisdicties een verrassend hoog aantal MTF's – een tachtigtal – bestaat²¹¹⁵.

3.4. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1

524. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1. Zoals gezegd, kunnen we op basis van de rechtsvergelijkende analyse besluiten dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn. Wat het eerste onderdeel van de harmonisatietest betreft (namelijk : bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling?) kan men o.i. stellen dat de omzetting van deze bepalingen van de Prospectusrichtlijn op zich geen negatieve impact op de efficiëntie van de intermediatie zal hebben. Het tweede onderdeel van de harmonisatietest betreft de efficiëntie van de markten, namelijk : hebben deze bepalingen een negatieve impact op de efficiëntie van de markten? We zien hier weinig redenen waarom dergelijke negatieve impact zou bestaan. Immers, de uitgevende instellingen hebben een ruime keuze tussen de markten. De mededinging tussen de gereguleerde markten onderling en tussen deze markten en MTF's kan ertoe leiden dat de kosten verbonden met de toelating tot de verhandeling worden gereduceerd en dat verdere inspanningen worden gedaan om de liquiditeit in de markten te verhogen. Daardoor worden op hun beurt de transactiekosten gereduceerd. Wel verwijzen we naar afdeling 1 (en in het bijzonder 1.4) waar aanbevolen werd dat het goedgekeurd prospectus integraal beschikbaar zou worden gesteld op de CESR website. Toch moet o.i. de meer fundamentele vraag gesteld worden waarom de MTF's zouden uitgesloten zijn van de geharmoniseerde prospectusplicht. Zoals hierboven aangegeven, bestaat op zich weinig tot geen verschil tussen een gereguleerde markt en een MTF. Het komt vreemd over dat een uitgevende instelling, door te kiezen voor de verhandeling op een gereguleerde markt of een MTF, zelf kiest voor de reikwijdte van de informatieverplichtingen over haarzelf en de effecten die zij aanbiedt. Immers, er bestaan wellicht een aantal goede economische argumenten om de prospectusplicht te moduleren in functie van de aard van de uitgevende instelling – afhankelijk of zij een *start-up* vennootschap is, een vennootschap met een complexe financiële geschiedenis, een K.M.O., enz.²¹¹⁶ Maar deze argumenten betreffen de aard van de uitgevende instelling, en niet de markt waarop haar effecten worden verhandeld. Anders gezegd : het lijkt ons logischer dat wordt voorzien in meer minimale of meer maximale informatiestandaarden, afhankelijk van de aard van de uitgevende instelling, die evenwel gelden ongeacht of de markt waarop de effecten van de uitgevende instelling worden verhandeld, een MTF is of een gereguleerde markt. Bij de optie van de Europese wetgever om MTF's geheel uit te sluiten uit het toepassingsgebied van de geharmoniseerde prospectusplicht kunnen o.i. vragen gesteld worden. Om deze reden kan *de lege*

²¹¹⁴ Zie hierboven (3.2). Een aantal bijkomende bronnen werden geconsulteerd, zoals o.m. A.P.H. KLEIN en C.W.M. LIEVERSE, "Handelsplatformen onder de MiFID: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 1/2, 2008, 23 e.v.; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, "Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext", *Ondernemingsrecht*, 2005, 143. Gegevens dateren van 30 maart 2008.

²¹¹⁵ Gegevens dateren van 30 maart 2008.

²¹¹⁶ J. PEETERS en T. VAN DYCK, "De inhoud van een prospectus onder het nieuwe prospectusregime – Op zoek naar een beginselenbenadering", in: M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007, 1999-2049.

ferenda worden voorgesteld dat ten minste voorzien wordt in de mogelijkheid om een geharmoniseerde prospectusplicht op te leggen voor toelatingen tot de verhandeling op MTF's. Door CESR kan verder worden nagegaan – op basis van economische en academische input – in welke mate dit dient te gebeuren.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende gereguleerde markt afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus.

De lidstaten dragen er zorg voor dat elke toelating van effecten tot de handel op een op hun grondgebied gelegen of functionerende multilaterale handelsfaciliteit afhankelijk wordt gesteld van de publicatie van een prospectus, indien en in de mate dat CESR daarin voorzien heeft²¹¹⁷. CESR moet in dat geval richtlijnen bepalen en publiceren wat betreft de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, die kunnen afwijken van de Prospectusverordening (EG) nr. 809/2004.

3.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd de tweede pool van de prospectusplicht onderzocht, namelijk de prospectusplicht wegens “toelating van effecten tot de verhandeling op de gereguleerde markt”. Vergeleken met de “openbare aanbidding”, is deze notie minder controversieel. Zo is de evolutie met de voorheen geldende regelgeving – Richtlijn 80/390/EEG en vervolgens Richtlijn 2001/34/EG – niet ingrijpend gewijzigd (behalve de vervanging van de “officiële notering aan een effectenbeurs” door de formulering “toelating tot de handel op een gereguleerde markt” en behalve de aanpassingen ingevolge MiFID). Het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn is beperkt tot toelatingen tot de handel op één bepaald type handelsplatform, namelijk een gereguleerde markt. Hoewel dit buiten het bestek van het onderzoek valt, kan men vragen stellen bij het feit dat de toelating tot de handel op andere types handelsplatformen – zoals een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt – buiten het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn valt en bijgevolg geen aanleiding geeft tot de prospectusplicht onder de Prospectusrichtlijn, tenzij een openbare aanbidding plaatsvindt. Dit is eens te meer pertinent aangezien er weinig objectieve onderscheidende criteria bestaan tussen een MTF en een gereguleerde markt. *De lege ferenda* wordt daarom voorgesteld de mogelijkheid te voorzien dat het materieel toepassingsgebied van de geharmoniseerde prospectusplicht wordt uitgebreid naar MTF's. Dat gezegd zijnde, kwamen we op basis van de rechtsvergelijkende analyse, tot de vaststelling dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn.

²¹¹⁷ Voor een definitie van de multilaterale handelsfaciliteit kan verwezen worden naar art. 4.1.15 MiFID.

AFDELING 4. ANALYSE VAN DE GEHARMONISEERDE NOTIE “EFFECTEN”

4.1. OPZET

525. DE EFFECTENNOTIE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. De prospectusplicht is onder de Prospectusrichtlijn beperkt tot het openbaar aanbieden van “effecten” of het toelaten van “effecten” tot de verhandeling op de gereglementeerde markt. Het is van belang correct in te schatten welke notie van “effect” de Europese wetgever bij de Prospectusrichtlijn voor ogen stond. Deze vraag is noch eenvoudig, noch vrijblijvend : doorheen het financieel recht en afhankelijk van lidstaat tot lidstaat wordt dergelijke operationele notie op zeer verschillende wijzen afgebakend²¹¹⁸. Het komt erop aan om de voor de prospectusreglementering toepasselijke precieze grenzen van deze afbakening correct te kennen en kritisch te toetsen. In 4.2 wordt daarom ten eerste ingegaan op de begripsbepaling in de Prospectusrichtlijn. In 4.3 gaan we beknopt in op de wijze waarop deze definitie is omgezet in de onderzochte jurisdicties. In 4.4 ten slotte wordt dit effectenbegrip kritisch geëvalueerd. Ten aanzien van financiële instrumenten die geen “effecten” in de zin van de Prospectusrichtlijn zijn, kunnen nationale wetgevers besluiten dergelijke instrumenten aan een prospectusplicht te onderwerpen. Dergelijke prospectusplicht kan, maar hoeft niet, gebaseerd te zijn op de Prospectusrichtlijn. In dit onderzoek wordt daarop niet ingegaan; we verwijzen in dat opzicht naar de methodologische noten in de inleiding bij respectievelijk Deel 1 en Deel 2.

4.2. ANALYSE VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

4.2.1. Historische achtergrond

526. VERGELIJKING TUSSEN DE DIVERSE TEKSTVERSIES. De tekstverschillen tussen de tekstversies van het Oorspronkelijk voorstel²¹¹⁹, het Gewijzigd voorstel²¹²⁰ of de Prospectusrichtlijn²¹²¹ zijn andermaal relatief beperkt. De definitie van “effecten” is inhoudelijk vrijwel ongewijzigd tegenover

²¹¹⁸ Voor een overzicht van de verschillende noties in de Belgische regelgeving, zie L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers & des valeurs mobilières*, Brussel, De Boeck & Larcier, 2004, 253-256, nr. 180 en G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen/Groningen/Oxford, Intersentia, 2003, 83-97, nrs. 92-101. Vgl. tevens EUROPESE COMMISSIE, “Feedback Statement on Contributions to the Call for Evidence on ‘Substitute’ Retail Investment Products”, maart 2008 (36 p.), 7 : “Investment products offering comparable risk/return performance can be sold in a variety of forms. Households and private investors already rely heavily on these products to meet their financial needs. At the end of 2007, assets under management by UCITS funds; non-harmonised investment funds; unit-linked life insurance policies and the total outstanding capital invested in retail tranches of structured products amounted to more than €10 trillion”. Zie verder BME CONSULTING (in opdracht van de EUROPESE COMMISSIE), “The EU Market for Consumer Long-term Retail Savings Vehicles – Comparative Analysis of Products, Market Structure, Costs, Distribution Systems and Consumer Saving Patterns – Final Report”, 15 november 2007 (249 p.), 11 : “The EU-wide market in long-term retail savings remains highly fragmented in spite of some consolidation among market intermediaries. In most product categories, residents of the various member states are faced with markedly different marketplaces in terms of the product offering, prices, costs as well as the availability and nature of information. However, retail consumers are participating in the integration process in an indirect way. Retail savings invested in domestic intermediated products such as pension funds, life insurance products and mutual funds are increasingly being invested by the management companies in cross-border products such as bonds, equities, private equity, hedge funds or derivatives mostly issued in another EU member state”.

²¹¹⁹ Art. 2.1.a Oorspronkelijk voorstel (“[a]andelen en andere met aandelen gelijk te stellen waardepapieren, obligaties en andere schuldinstrumenten die op een gereglementeerde markt verhandelbaar zijn, en alle andere gewoonlijk verhandelde waardepapieren waarmee die effecten via inschrijving of omruiling kunnen worden verworven of die in contanten worden afgewikkeld”).

²¹²⁰ Art. 2.1.a Gewijzigd voorstel (“[e]ffecten in de zin van artikel 1, punt 4, van Richtlijn 93/22/EEG met uitzondering van obligaties en andere schuldtitels die een looptijd hebben van minder dan één jaar, en die niet achtergesteld, converteerbaar of omwisselbaar zijn, die geen recht geven tot het inschrijven op of verwerven van andere categorieën effecten en die niet aan een derivaat gekoppeld zijn”).

²¹²¹ Art. 2.1.a Prospectusrichtlijn.

Richtlijn 89/298/EEG, met dien verstande dat de definitie is aangepast aan de Richtlijn Beleggingsdiensten en, later MiFID²¹²². We komen hier verder op terug.

4.2.2. Inhoudelijke bepaling door de MiFID

527. EFFECTENBEGRIIP IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. Artikel 2.1.a van de Prospectusrichtlijn definieert “effecten” als “verhandelbare effecten in de zin van artikel 1, punt 4, van [de Richtlijn Beleggingsdiensten], met uitzondering van geldmarktinstrumenten als bedoeld in artikel 1, punt 5, van [de Richtlijn Beleggingsdiensten] die een looptijd hebben van minder dan twaalf maanden. Op deze instrumenten mag nationale wetgeving worden toegepast”²¹²³. Tengevolge van de inwerkingtreding van de MiFID moet de verwijzing in de Prospectusrichtlijn naar de begrippen van de Richtlijn Beleggingsdiensten worden gelezen als een verwijzing naar de overeenkomstige begrippen omschreven in artikel 4, eerste lid, punt 18 respectievelijk artikel 4, eerste lid, punt 19 MiFID²¹²⁴. Aldus luidt de definitie in de Prospectusrichtlijn als volgt : “verhandelbare effecten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 18, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, met uitzondering van geldmarktinstrumenten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 19, van die richtlijn die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden; op deze instrumenten mag nationale wetgeving worden toegepast”²¹²⁵.

528. RUIM CONCEPT (ALDUS DE WETGEVER). In de consideransen gaf de Europese wetgever aan dat deze definitie ruim is op te vatten. Zij omvat onder meer warrants, *covered warrants* en certificaten²¹²⁶. Ook moeten onder “effect” alle instrumenten worden begrepen die de houder het recht geven om verhandelbare effecten te verkrijgen of door middel van een afwikkeling in contanten een geldbedrag te ontvangen (dat wordt bepaald middels een verwijzing naar andere instrumenten, met name verhandelbare effecten, valuta, rente of rendement, grondstoffen of andere indices of maatstaven). Tevens omvat de notie effecten zonder aandelenkarakter de zogenaamde *depository receipts* en converteerbare effecten. De diverse definities van financiële instrumenten die in de nationale wetgevingen voor andere, met name fiscale doeleinden gehanteerd worden, worden hierdoor niet beïnvloed²¹²⁷.

529. CLASSIFICATIE VAN EEN “INSTRUMENT”, “EFFECT” EN “GELDMARKTINSTRUMENT”. Historisch had de Europese regelgever in 1993 drie noties geïntroduceerd: *instrumenten*, *effecten* en *geldmarktinstrumenten*²¹²⁸. Een (financieel) instrument is de meest ruime notie. Instrumenten zijn de

²¹²² Oorspronkelijk voorstel, op 9 en Gewijzigd voorstel, op 13. Zie tevens art. 3.e Richtlijn 89/298/EEG dat effecten omschreef als “aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen verhandelbare waardepapieren, obligaties met een looptijd van ten minste een jaar en andere met obligaties gelijk te stellen verhandelbare waardepapieren, alsmede alle andere verhandelbare waardepapieren waarmee die effecten verworven kunnen worden via inschrijving of omwisseling”;

²¹²³ Door artikel 1, punt 4 van de Richtlijn Beleggingsdiensten (nl. Richtlijn 93/22/EEG) als effect beschouwd : alle aandelen (en andere met aandelen gelijk te stellen waardepapieren) alsook obligaties en andere schuldinstrumenten, indien die op de kapitaalmarkt verhandelbaar zijn, en alle andere gewoonlijk verhandelde waardepapieren waarmee die effecten via inschrijving of omruiling kunnen worden verworven of die in contanten worden afgewikkeld, met uitsluiting van betaalmiddelen.

²¹²⁴ Zie art. 69 MiFID. C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 31.

²¹²⁵ Vgl. het effectenbegrip van Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb. L.*, 31 december 2004, afl. 390, 38-57. Art. 2, eerste lid, punt a) van deze Richtlijn 2004/109/EG definieert “effecten” op soortgelijke wijze, namelijk als “verhandelbare effecten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 18, van [MiFID], met uitzondering van geldmarktinstrumenten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 19, van die richtlijn die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden; op deze instrumenten mag nationale wetgeving worden toegepast”.

²¹²⁶ Considerans nr. 12 Prospectusrichtlijn.

²¹²⁷ Idem.

²¹²⁸ B. FERON en B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1997, 20 e.v. Zie tevens G.

overkoepelende notie en omvatten zowel effecten als geldmarktinstrumenten alsook o.m. futures, swaps en opties²¹²⁹. Als effect wordt beschouwd : alle aandelen (en andere met aandelen gelijk te stellen waardepapieren) alsook obligaties en andere schuldinstrumenten, indien die op de kapitaalmarkt verhandelbaar zijn, en alle andere gewoonlijk verhandelde waardepapieren waarmee die effecten via inschrijving of omruiling kunnen worden verworven of die in contanten worden afgewikkeld, met uitsluiting van betaalmiddelen²¹³⁰. In de consideransen bij de Richtlijn Beleggingsdiensten is bovendien verduidelijkt dat daaronder alle categorieën van waardepapieren worden verstaan die *gewoonlijk op de kapitaalmarkt worden verhandeld*²¹³¹. Dit is meteen ook het onderscheidingscriterium met “geldmarktinstrumenten”²¹³². Dat zijn met name alle categorieën instrumenten die *gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld*. Typevoorbeelden van “effecten” zijn aandelen, verhandelbare waardepapieren waarmee aandelen via inschrijving of omruiling kunnen worden verworven, certificaten van aandelen, als deel van een serie uitgegeven obligaties, *index warrants* en effecten waarmee zulke obligaties via inschrijving kunnen worden verworven. Typevoorbeelden van “geldmarktinstrumenten” zijn depositocertificaten en *commercial paper*²¹³³. De classificatie “instrument”-“effect”-“geldmarktinstrument” en de definitie in art. 1.4 van de Richtlijn Beleggingsdiensten was in 1993 innovatief. Tevoren werden deze termen wel Europeesrechtelijk gebruikt, maar bleef een omschrijving daarvan, laat staan definitie, doorgaans achterwege²¹³⁴. Uit de consideransen van de Richtlijn Beleggingsdiensten blijkt dat het de bedoeling was van de Europese wetgever om enerzijds een “zeer ruime definitie van effecten en geldmarktinstrumenten”²¹³⁵ te hanteren, maar anderzijds te vrijwaren dat “de zeer ruime definitie van effecten en geldmarktinstrumenten die in

FERRARINI (ed.), *European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond*, London, Kluwer Law International, 1998.

²¹²⁹ Deel B van de Bijlage bij de Richtlijn Beleggingsdiensten omschrijft een “instrument” als volgt : effecten (1.a), rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging (1.b), geldmarktinstrumenten (2), financiële futures, met inbegrip van gelijkwaardige instrumenten die aanleiding geven tot afwikkeling in contanten (3), rentetermijncontracten (“FRA’s”) (4), rente- en valuta-swaps en swaps betreffende aan aandelen of een aandelenindex gekoppelde cash-flows (“equity-swaps”) (5) en opties ter verwerving of vervreemding van onder dit deel van de bijlage vallende instrumenten, met inbegrip van gelijkwaardige instrumenten die aanleiding geven tot afwikkeling in contanten (zoals met name valuta- en renteopties) (6). Dit is een verfijning van het (Gewijzigde) Voorstel van Richtlijn Beleggingsdiensten, dat in Deel B van de Bijlage enkel een vierledige omschrijving van “instrumenten” gaf, nl. : “(1) Les valeurs mobilières (y compris les parts des organismes de placement collectif en valeurs mobilières); “les instruments du marché monétaire, y compris les certificats de dépôt et l’europapier commercial; (3) les instruments financiers à terme et les options; (4) les instruments sur taux de change et taux d’intérêt. » (Proposition modifiée de directive du Conseil concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières, COM(89)629 final, *Pb. C*, 22 februari 1990, afl. 42, 7). Zie i.v.m. de voorstellen van Richtlijn Beleggingsdiensten (nl. het voorstel van COM(88)778def en COM(89)629def) : J.M. FOMBELLIDA, “La proposition de directive concernant les services d’investissement”, *Cahiers du droit européen*, 1989, 583, 586 : “C’est cette double approche des intermédiaires et des instruments du marché qui donne à cette directive son caractère fonctionnel”.

²¹³⁰ Artikel 1(4) Richtlijn Beleggingsdiensten.

²¹³¹ Consideransen Richtlijn Beleggingsdiensten. dat voorts de definitie van effecten alleen slaat op *verhandelbare* instrumenten en dat bijgevolg aandelen of met aandelen gelijk te stellen waardepapieren die zijn uitgegeven door instellingen zoals ‘Building Societies’ of ‘Industrial and Provident Societies’, die in de praktijk alleen kunnen worden overgedragen door inkoop ervan door de instelling die ze heeft uitgegeven, niet door deze definitie worden bestreken.

²¹³² Consideransen Richtlijn Beleggingsdiensten.

²¹³³ Consideransen Richtlijn Beleggingsdiensten. M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79, 83 : “‘Money market instruments’ refer to instruments normally traded on ... the money markets (short term). [This] category covers treasury bills (government issued), certificates of deposit (issued by credit institutions), commercial paper (issued by companies)”.

²¹³⁴ Zie bijvoorbeeld de Gecoördineerde Bankrichtlijn (Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking), *Pb. L.*, 30 juni 2006, afl. 177, 1) die de notie “effecten” wel gebruikt maar niet definieert.

²¹³⁵ Zie tevens J. TYTECA, “Een eerste bespreking van de wet van 6 april 1995”, *T.R.V.*, 1995, 217, 219; B. FERON en H. WOUTERS, “La Directive 93/22 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières et son impact sur la loi du 4 décembre 1990”, *R.P.D.S.*, 1994, 209, 215 en 225-226. Inzake de Belgische omzettingswetten zie B. FERON, “La réforme de la bourse – Aperçu général de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, aux statuts des entreprises d’investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et aux conseillers en placement”, *R.P.D.S.*, 1995, 308, 312-313 en de verwijzingen aldaar.

deze richtlijn wordt gehanteerd, alleen gevolgen heeft voor deze richtlijn, en derhalve de diverse definities van financiële instrumenten die in de nationale wetgevingen gehanteerd worden voor andere, met name fiscale doeleinden, geheel onverlet laat²¹³⁶.

530. GEWIJZIGD EFFECTENBEGRIIP IN DE MiFID. De MiFID brengt geen wezenlijke wijziging mee van de beleidskeuze en -opvatting die de Europese wetgever in 1993 (namelijk ten tijde van de Richtlijn Beleggingsdiensten) heeft ingenomen. Eén van de basisbepalingen was het verfijnen en actualiseren van de lijst van financiële instrumenten. Hierin zijn voortaan ook bepaalde van grondstoffen afgeleide instrumenten opgenomen²¹³⁷ alsmede andere instrumenten die zodanig zijn ontworpen en zodanig worden verhandeld dat zij regelgevingskwesaties doen rijzen die vergelijkbaar zijn met die welke zich voordoen in verband met traditionele financiële instrumenten²¹³⁸. Bijgevolg definieert artikel 4, eerste lid, punt 18 MiFID effecten voortaan als “alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, betaalinstrumenten uitgezonderd, zoals: a) aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten; b) obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten betreffende dergelijke effecten; c) alle andere waardepapieren die het recht verlenen die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven”. Artikel 4, eerste lid, punt 19 MiFID definieert geldmarktinstrumenten als: alle categorieën instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld, zoals schatkistpapier, depositocertificaten en commercial papers, betaalinstrumenten uitgezonderd²¹³⁹. Essentieel daarbij is het criterium van de verhandelbaarheid. In de Nederlandse doctrine werd geargumenteed dat voor de verhandelbaarheid het niet doorslaggevend is dat in een concreet geval een markt aanwezig is, maar wel dat de betreffende effecten kunnen worden verhandeld, hetgeen tevens een bepaalde mate van standaardisatie vereist²¹⁴⁰. Daarentegen zal, indien de mogelijkheid van overdraagbaarheid aan derden afwezig is, het effect per definitie niet verhandelbaar zijn²¹⁴¹.

4.2.3. Incorporatie in de Prospectusrichtlijn van de tekortkomingen van het effectenbegrip van de Richtlijn Beleggingsdiensten via de kruisverwijzing naar de MiFID

531. TEKORTKOMINGEN VAN HET EFFECTENBEGRIIP VAN DE RICHTLIJN BELEGGINGSDIENSTEN. Zonder al te veel in detail in te gaan op de rechtsleer bij de totstandkoming van de Richtlijn Beleggingsdiensten kan in herinnering worden gebracht dat sinds het begin van de jaren negentig een aantal tekortkomingen van het effectenbegrip van de Richtlijn Beleggingsdiensten werden opgemerkt.

²¹³⁶ Considerans nr. 11 Richtlijn Beleggingsdiensten; tevens beklemtoond door B. FERON en H. WOUTERS, “La Directive 93/22 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières et son impact sur la loi du 4 décembre 1990”, *R.P.D.S.*, 1994, 209, 225, voetnoot 54.

²¹³⁷ Considerans nr. 4 MiFID.

²¹³⁸ Idem.

²¹³⁹ Artikel 4, eerste lid, punt 17 en Deel C van Bijlage I van de MiFID bieden een meer gesofisticeerde definitie van het begrip “financieel instrument”. Deze notie omvat voortaan 10 deelcategorieën.

²¹⁴⁰ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 143 e.v. (zie met name voetnoot 10); C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 33; J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1618; J.P. FRANX, “The Netherlands”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 242, op 244.

²¹⁴¹ Idem, met verwijzing naar considerans nr. 11 Richtlijn Beleggingsdiensten.

532. KRITIEK VAN REDACTIONELE AARD. Ten eerste bestond in de rechtsleer kritiek dat, wegens de bewuste poging om een zo ruim mogelijk effectenbegrip te introduceren, de redactie ervan onvermijdelijk onnauwkeurigheden met zich meebracht²¹⁴². Ook werd kritiek geuit op het feit dat het effectenbegrip van de Richtlijn Beleggingsdiensten los stond van de in menige lidstaat op dat ogenblik geldende operationele noties. Zo beklemtoonde TYTECA dat door de ruime definitie van “financiële instrumenten”, de noodzaak voor de Belgische wetgever verviel om nog een onderscheid te maken tussen “effecten” en “andere financiële instrumenten” (zoals dat voorheen werd gemaakt in onder meer artikel 1 van de wet van 4 december 1990)²¹⁴³.

533. KRITIEK AANGAANDE DE UITSLUITINGEN. Een reeks “beleggingsproducten” (voor deze notie; zie hierna) is uitgesloten. FERON EN WOUTERS verwijzen in dat opzicht naar onroerend goed, grondstoffen en edele metalen²¹⁴⁴. Ook antiek- en kunstwerken zijn in principe uitgesloten²¹⁴⁵. Bij de “vanzelfsprekendheid” van dergelijke principiële uitsluitingen moeten kanttekeningen gemaakt worden²¹⁴⁶: goud en andere edele metalen – zoals zilver of platinum – kunnen immers ook op wijde belangstelling rekenen van beleggers, en bovendien verhandeld worden op ruime en liquide markten²¹⁴⁷. De (partiële) uitbreiding van het effectenbegrip van de Richtlijn Beleggingsdiensten door de MiFID toonde inmiddels de juistheid aan van deze kritiek; niettemin dient te worden opgemerkt dat deze uitbreiding slechts gedeeltelijk en discretionair is.

534. KRITIEK AANGAANDE HET CRITERIUM VAN DE ‘VERHANDELBAARHEID’. Bovendien zijn niet-verhandelbare instrumenten uitgesloten²¹⁴⁸. In het ISD effectenbegrip is de verhandelbaarheid het

²¹⁴² M. CARDON DE LICHTBUER, “Les perspectives européennes : le projet de directive sur les services d’investissement”, in : X, *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, 47, 57 : « En ce qui concerne les instruments visés, on notera la volonté de la Commission d’obtenir un champ d’application très large, ce qui entraîne une rédaction souvent imprécise des divers instruments et un chevauchement de certaines définitions. ».

²¹⁴³ J. TYTECA, “Een eerste bespreking van de wet van 6 april 1995”, *T.R.V.*, 1995, 217, 219. Niettemin bevatte ook de (oorspronkelijke) wet van 6 april 1995 in artikel 1, §2 een bepaling die de Koning bevoegdheid gaf om “andere rechten en bewijzen” als financiële instrumenten aan te wijzen.

²¹⁴⁴ B. FERON en H. WOUTERS, “La Directive 93/22 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières et son impact sur la loi du 4 décembre 1990”, *R.P.D.S.*, 1994, 209, 225.

²¹⁴⁵ M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79, 83.

²¹⁴⁶ Dergelijke kritische bemerkingen betreffen ook de instrumentennotie van de Richtlijn Beleggingsdiensten. Zo merkte CARDON DE LICHTBUER in dat verband op dat het onduidelijk is welke deviezentransacties precies onder de notie “instrument” vallen : zo omvatten instrumenten luidens Deel B van de Bijlage bij de Richtlijn Beleggingsdiensten onder meer (i) opties ter verwerving of vervreemding van instrumenten die aanleiding geven tot afwikkeling in contanten en (ii) valuta-swaps. Maar dient hieruit *a contrario* begrepen te worden dat wisseloperaties (opérations de change au comptant et à terme) niet begrepen zijn? (“Les opérations de change au comptant et/ou à terme ne sont, elles, logiquement nous semble-t-il, pas visées. Or une opération de *swap* de devises (*swap* sur taux de change) consiste en une opération couplant une opération de change au comptant à une opération de change à terme, opérations qui, en elles-mêmes, ne sont pas visées.”) (CARDON DE LICHTBUER, “Les perspectives européennes : le projet de directive sur les services d’investissement”, in : X, *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, 47, 57-58). Bovendien, zo stelde dezelfde auteur : “The selection of instruments listed apparently is not always very logical: while spot and forward foreign exchange transactions are not included, swaps combining a spot and a forward transaction are explicitly included. One can understand that it was not deemed necessary to regulate cash spot exchange transactions but leave this at national level without the benefit of the European passport but it is less clear why forward currency dealing is not covered by the ISD” (M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79, 84).

²¹⁴⁷ M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79, 83.

²¹⁴⁸ B. FERON en H. WOUTERS, “La Directive 93/22 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières et son impact sur la loi du 4 décembre 1990”, *R.P.D.S.*, 1994, 209, 225 : “En outre, la Directive ne couvre que les instruments négociables et non les instruments qui ne peuvent être transférés qu’à travers leur rachat par l’organisme émetteur”, met tevens verwijzing naar considerans nr. 11 Richtlijn Beleggingsdiensten. CARDON DE LICHTBUER gaat nog een stap verder door hiervan de volgende voorbeelden te geven :

doorslaggevende criterium. Echter, het is niet geheel duidelijk wat precies de begrenzingsen zijn van dit criterium. Anders gezegd : hoeveel verhandelbaarheid is noodzakelijk om te kunnen spreken van een verhandelbaar instrument, en dus een effect in de zin van de Richtlijn Beleggingsdiensten (en bijgevolg ook de Prospectusrichtlijn)? Volgens JONG is er sprake van verhandelbaarheid indien het waardebewijs ten minste (contractueel) aan derden overdraagbaar is. Daarvoor is, aldus deze auteur, minstens vereist dat de effecten uitwisselbaar zijn (hetgeen een bepaalde mate aan standaardisatie impliceert) alsook dat er mogelijkheden tot verhandeling zijn (hetgeen een markt, in meest ruime zin van het woord, impliceert)²¹⁴⁹. Echter, gezien de vaagheid van dit criterium, kunnen in de praktijk problemen ontstaan indien in één lidstaat een bepaald instrument wel als voldoende verhandelbaar wordt beschouwd, terwijl dat in een andere lidstaat niet het geval is. Een concrete illustratie van een potentieel probleem vormt de interpretatie, door de FSA, dat opties die vallen onder een werknemersparticipatieplan, niet vallen onder de notie “effect” aangezien ze niet voldoende verhandelbaar zijn²¹⁵⁰. Indien andere lidstaten echter een andere interpretatie zijn toegedaan, zal hier een concrete divergentie ontstaan²¹⁵¹.

4.2.4. Bestaan alternatieven voor het MiFID effectenbegrip in de Prospectusrichtlijn?

535. ALTERNATIEVEN? VERVANGING VAN HET EFFECTENBEGRIJF ALS OPERATIONELE NOTIE DOOR EEN ALTERNATIEVE NOTIE. De partiële uitbreiding van de MiFID was wel noodzakelijk, maar niet voldoende om aan de hierboven vermelde punten van kritiek te verhelpen. Bovendien zijn een aantal nieuwe verhandelbare “rechten” ontstaan – te denken valt in de eerste plaats aan de emissierechten als gevolg van het zogenaamde KYOTO PROTOCOL²¹⁵² – waarvan men zich moet afvragen of ze passen binnen het geamendeerd effectenbegrip van de MiFID. We menen dat indien dergelijke vraag naar haar essentie wordt herleid, men zich de volgende fundamentele bedenking moet maken : is het effectenbegrip eigenlijk wel een nuttige operationele notie om het materiële toepassingsgebied van de prospectusreglementering af te bakenen? Anders gezegd : is het mogelijk een andere operationele notie te formuleren die op een meer gepaste wijze het materiële toepassingsgebied van de prospectusreglementering bepaalt?

536. (EERSTE) POGING TOT FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEVE NOTIE : DIENSTENBEGRIJF? We vertrekken voor deze poging tot het formuleren van alternatieve noties bij de Richtlijn 2002/65/EG

« [S]ecurities, whether shares or comparable instruments that practically can only be bought back by the issuer itself, are not included in the definition. This applies e.g. to shares in U.K. building societies, shares of Belgian or French cooperative companies.” M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79, 84.

²¹⁴⁹ G.J.P. JONG, “Soortgelijk sorteert effect”, in *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004-11, 261, 265 : “[i]ndien slechts de mogelijkheid bestaat om het waardebewijs aan de uitgevende instelling (of aanbieder) terug over te dragen, is weliswaar sprake van overdraagbaarheid maar (nog) niet van verhandelbaarheid. Verhandelbaarheid impliceert, naast overdraagbaarheid, dat verhandeling van waardepapieren mogelijk is. Uitwisselbaarheid van de waardebewijzen is daarvoor een vereiste. Een bepaalde mate van standaardisatie is een voorwaarde voor uitwisselbaarheid. Voorts impliceert ‘verhandelbaarheid’ de aanwezigheid van ‘verhandel’ mogelijkheden. Vanuit economisch perspectief bezien: er dient sprake te zijn van aanwezigheid van een markt - die niet per definitie fysiek als zodanig kenbaar hoeft te zijn - waar vraag en aanbod van de waardebewijzen bij elkaar kunnen komen”. Zie tevens R. RAAS, “Kernbegrippen Wft II”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 107, op 125.

²¹⁵⁰ Zie M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (942 p.), 722, nr. 16.32 : “The exercise of the option and issue of ordinary shares should not amount to a public offer”.

²¹⁵¹ Zo stelt RAAS dat in Nederland kan gesteld worden dat de belangstelling van de Nederlandse wetgever voor de *concrete verhandelbaarheid* (de aanwezigheid van een ‘markt’) als doorslaggevende factor voor het bepalen van de verhandelbaarheid is afgenomen, ten gunste van meer het stuk zelf betreffende eigenschappen zoals de mate van standaardisatie en overdraagbaarheid (zie R. RAAS, “Kernbegrippen Wft II”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 107, op 126).

²¹⁵² Zie dienaangaande o.m. W. GELDHOF en D. HOMMEZ, “Handel in schone en vuile lucht : groenestroomcertificaten en verhandelbare emissierechten vanuit kikkorsperspectief”, *TBH*, 2004/8, 823.

Verkoop op Afstand van Financiële Diensten aan Consumenten. Deze Richtlijn gaat uit van een *dienstenbegrip*. Daartoe werd de notie “de aanbieder van [het aanbieden van] een financiële dienst” geïntroduceerd. Dergelijke “financiële dienst” wordt gedefinieerd als “iedere dienst van bancaire aard of op het gebied van kredietverstrekking, verzekering, individuele pensioenen, beleggingen en betalingen”²¹⁵³. De “aanbieder” wordt gedefinieerd als “iedere natuurlijke persoon of privaatrechtelijke dan wel publiekrechtelijke rechtspersoon die in het kader van zijn bedrijfs- of beroepsactiviteit optreedt als de contractuele verrichter van diensten op grond van overeenkomsten op afstand”²¹⁵⁴. Centraal in deze operationele notie staan niet meer de producten (*in casu* bankproducten, vermogensbeheerproducten, beleggingsadviesproducten, pensioenproducten, verzekeringsproducten, enz.) maar de dienstverlening terzake. Het omkeren van het productbegrip (effectenbegrip) naar een dienstenbegrip lijkt op het eerste zicht misschien voornamelijk een semantische operatie. Dat is echter niet het geval. De onderliggende effecten en financiële instrumenten – de ‘producten’ – zijn in continue ontwikkeling, met gradueel toenemende product- en procesinnovaties; het kan niet verwacht worden dat deze ontwikkeling plots zou stagneren²¹⁵⁵. De ‘dienstverlening’ is daarentegen van een meer constante aard. De vraag kan bijgevolg gesteld worden of het mogelijk is om een “dienstverlening aangaande beleggingen” te identificeren die als basis zou kunnen dienen om de prospectusreglementering al dan niet toepasselijk te maken? Het antwoord daarop is niet evident. Wellicht zou aansluiting kunnen gevonden worden bij de “financiële dienstverlening” die uitgaat van de uitgevende instelling naar het publiek toe. “Financiële dienstverlening” in dergelijke context omvat typisch diensten met betrekking tot onder meer het verstrekken van faciliteiten betreffende inschrijvingen, het betalen van eventuele dividenden of interesten, de uitoefening van rechten, het instaan voor de hieraan verbonden administratieve formaliteiten, en het verkrijgbaar stellen en/of publiceren van alle relevante informatie (zoals het prospectus, periodieke verslagen, inventariswaarde, officiële publicaties, enz)²¹⁵⁶.

537. WEERLEGGING VAN DEZE (EERSTE) POGING. Conceptueel lijkt o.i. een dienstenbegrip als alternatief criterium ter vervanging van een productenbegrip een interessant idee. Dit idee blijkt

²¹⁵³ Artikel 2, b) Richtlijn 2002/65/EG Verkoop op Afstand van Financiële Diensten aan Consumenten.

²¹⁵⁴ Artikel 2, c) Richtlijn 2002/65/EG Verkoop op Afstand van Financiële Diensten aan Consumenten. (19) De aanbieder is de persoon die de diensten op afstand verricht. deze richtlijn dient echter ook van toepassing te zijn indien bij een of meer stadia van de verkoop een tussenpersoon betrokken is. Gelet op de aard en de mate van deze betrokkenheid, dienen de desbetreffende bepalingen van deze richtlijn ook op een dergelijke tussenpersoon van toepassing te zijn, ongeacht diens juridische status.

²¹⁵⁵ Dit wordt treffend geïllustreerd door J. WALMSLEY : “In the beginning, there were four instruments: (1) a bank deposit, (2) a bill of exchange (banker’s acceptance), (3) a bond, and (4) equity [...] To these four, preference shares were added in the nineteenth century [...] In 1966 came the certificate of deposit, a bank deposit that was a bit like a bond. The first floating rate note, a bond that was a bit like a bank deposit, appeared in 1970. In 1972, the first financial futures contracts were written, and, in 1975, the first interest rate futures contract. In the 1980s, the curve of innovation took a steep upward path.” (J. WALMSLEY, *New Financial Instruments*, New York, John Wiley & Sons, 1998, 2e ed. (533 p.), 3-13, in het bijzonder 3-4). Eén en ander moet niettemin genuanceerd worden; de onderliggende mechanismen van instrumenten zoals *futures* en *options* werden ook reeds vroeger gebruikt. HAL S. SCOTT verwijst in dat opzicht naar o.m. *futures* die boeren en handelaars in staat stelden om prijzen voor groenten vast te stellen lang voor de oogst, de opening van de *futures* beurzen in de Verenigde Staten rond midden 1800, en het ontstaan van de optiemarkten in Europa en de Verenigde Staten in de achttiende eeuw (zie H. SCOTT, *International Finance : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 2004 (666 p.), 392). Dat gezegd zijnde, is het een feitelijke vaststelling dat het risico-modulerend potentieel van dergelijke mechanismen vooral sinds de tweede helft van de twintigste eeuw heeft geleid tot voortdurende, en gradueel toenemende, innovaties. Dergelijke innovaties werden door bij wijze van voorbeeld in een tabel opgenomen, gerangschikt per jaar, vanaf 1957 tot 1997. Uit deze tabel blijkt dat deze gradueel toenemen : alleen al in 1996 vonden onder meer de volgende innovaties plaats : (1) “Repeat Offering Securitisation Entity (ROSE) funding”, (2) “First Pfandbrief”, (3) “Future flow securitization”, (4) TEC-10 floaters, (5) “Catastrophe preferred equity puts”, (6) “Puttable and Redeemable Convertible Knockouts (PARCKs)”, (8) “Sleepy” en “onion” warrants (zie J. WALMSLEY, *New Financial Instruments*, New York, John Wiley & Sons, 1998, 2e ed., 5-9).

²¹⁵⁶ Zie, in de context van icb’s, Commissie voor het Bank- en Financiewezen (huidige CBFA), Circulaire ICB/1/93 over de Commercialisering in België van Rechten van Deelneming in Instellingen voor Collectieve Belegging, 20 juli 1993, 2 alsook CBFA, Mededeling aangaande de regels die van toepassing zijn op ICBE’s naar buitenlands recht die hun rechten van deelneming in België wensen te verhandelen, 27 april 2007.

evenwel moeilijk in de praktijk omzetbaar en wellicht zelfs niet wenselijk. Hoewel theoretisch de link met “financiële dienstverlening” gemaakt kan worden, lijkt dit *in concreto* onpraktisch en problematisch : weliswaar zou door een beroep te doen op dergelijk dienstenbegrip de discussie omtrent de afbakening van het productenbegrip zonder voorwerp worden (indien de dienstverlening het operationele criterium is, doet het onderliggende instrument er immers niet meer toe), toch lijkt men o.i. te moeten verwachten dat andere – maar minstens even moeilijke – discussies omtrent de afbakening van het dienstenbegrip zouden ontstaan (zoals met name de vraag die dan onvermijdelijk zou rijzen, nl. of het mogelijk is de financiële dienstverlening zo te moduleren c.q. beperken dat men zichzelf op artificiële wijze buiten de prospectusreglementering plaatst).

538. (TWEEDE) POGING TOT FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEVE NOTIE : BELEGGINGSOOGMERK-BEGRIP? In een tweede alternatieve formulering wijzigt het perspectief volledig : men vertrekt van degene die de potentiële belegging doet en niet meer van degene die de producten aanbiedt. Vanuit het oogpunt van de potentiële belegger is het relevante criterium immers niet welk juridisch-technisch “effect” hij of zij ter belegging aangeboden krijgt, maar wel dat hem of haar de mogelijkheid wordt geboden een belegging te doen. Een openbare aanbieding van “effecten” zou derhalve vervangen worden door een openbare aanbieding van *beleggingsmogelijkheden*, namelijk opportuniteiten om een bepaald rendement te halen. De precieze definitie van waarin belegd wordt, is daarbij niet meer van belang : alle producten die als belegging aangeboden worden, kwalificeren als ‘beleggingsmogelijkheid’ ongeacht of het gaat om een “effect” c.q. “financieel instrument” of niet (goud, olie, kunst, teakplantages enz.). In zekere zin kan daarbij verwezen worden naar het recente debat omtrent de “substitute retail investment products”. Zo stelde de Europese Commissie in een *Call for Evidence* die eind 2007 plaatsvond: “[i]t appears that a retail investor with the objectives of saving money on a medium- to long-term basis and maximising the potential return (interest, dividend or appreciation) through a direct or indirect exposure to a (variety of) financial market(s) can be offered a range of broadly interchangeable products. These underlying economic criteria might underpin a working definition of ‘substitute’ products”²¹⁵⁷.

539. WEERLEGGING VAN DEZE (TWEEDE) POGING. Het aanbieden van “beleggingsmogelijkheden” als operationele notie voor prospectusreglementering brengt op zijn beurt een aantal problemen met zich mee. Het fundamenteel probleem met dergelijke notie als operationele notie is de *subjectiviteit* die inherent is aan het begrip “belegging”. Hoewel de financiële theorie ervan uitgaat dat beleggingsbeslissingen (anders dan consumptiebeslissingen) bij uitstek objectief zijn²¹⁵⁸, is het beleggingsoogmerk zelf subjectief, namelijk : wordt een bepaalde beslissing al dan niet genomen met een beleggingsoogmerk?²¹⁵⁹ Dit toont ook één van de zwaktes van het “beleggingsmogelijkheden” criterium in de context van de prospectusreglementering: door de prospectusplicht in functie te stellen van het beleggingsoogmerk van de beleggers, wordt deze als het ware gesubjectiveerd.

²¹⁵⁷ EUROPESE COMMISSIE, “Call for Evidence – Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for ‘Substitute’ Retail Investment Products?”, oktober 2007 (41 p.), 9; EUROPESE COMMISSIE, “Feedback Statement on Contributions to the Call for Evidence on ‘Substitute’ Retail Investment Products”, maart 2008 (36 p.).

²¹⁵⁸ Vb. S. ROSS, R. WESTERFIELD en J. JAFFE, *Corporate Finance*, Boston, Irwin McGraw-Hill, 1999, 5e ed., 60 : “Financial markets provide the key test for investment decision making. Whether a particular investment decision should or should not be taken depends only on this test : If there is a superior alternative in the financial markets, the investment should be rejected; if not, the investment is worth taking. The most important thing about this principle is that the investor need not use his preferences to decide whether the investment should be taken. Regardless of the individual’s preference for consumption this year versus the next, regardless of how patient or impatient the individual is, making the proper investment decision depends only on comparing it with alternatives in the financial markets.”

²¹⁵⁹ Stel dat een coöperatieve vennootschap die ontwikkelingshulp of micro-financiering in Afrika verleent, aan het publiek in België de mogelijkheid geeft in te schrijven op haar effecten. De vraag rijst of de coöperanten bij de inschrijving noodzakelijkerwijze met een beleggingsoogmerk handelen; het lijkt dat wellicht bij het merendeel van de coöperanten andere motivaties – in het bijzonder maatschappelijke of humanitaire overwegingen – het gedrag sturen. Toch kan men niet uitsluiten dat andere coöperanten toch een (al dan niet ethisch mede geïnspireerd) beleggingsoogmerk hadden.

540. (DERDE) POGING TOT FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEVE NOTIE : KAPITAALMARKTBEGRIJF? Een poging om de voordelen van het beleggings(oogmerk)begrip te behouden en tegelijkertijd het nadeel van de subjectiviteit te neutraliseren, leidt o.i. naar het begrip “kapitaalmarkt”. De onderliggende gedachte is vrij eenvoudig : alle instrumenten die op de kapitaalmarkten worden verhandeld zijn potentiële beleggingsinstrumenten die binnen het materiële toepassingsgebied van de prospectusreglementering vallen. Anders gezegd : het (subjectief) beleggingsoogmerk wordt onweerlegbaar vermoed indien instrumenten, aangeboden op de kapitaalmarkt, worden onderschreven. Het relevant criterium zou dan het “aanbieden van producten op de kapitaalmarkt” zijn. De effecten- of instrumentennotie zou hieruit verdwijnen; net als het criterium van de verhandelbaarheid²¹⁶⁰. O.i. kan op deze wijze aan de voormelde kritiek van redactionele aard, kritiek aangaande de uitsluitingen en kritiek aangaande het criterium van de ‘verhandelbaarheid’, grotendeels verholpen worden.

541. WEERLEGGING VAN DEZE (DERDE) POGING. In zekere zin brengt dergelijke vage begripsafbakening ons terug naar af. Een “effect” wordt met andere woorden omschreven als wat wordt aangeboden op de kapitaalmarkt. De vraag is wat zulke omschrijving dan nog als toegevoegde waarde biedt. Als alternatief zou de prospectusreglementering zich kunnen beperken tot een casuïstische, niet-exhaustieve opsomming zonder een definitie te geven²¹⁶¹. In een Belgische context kan in dit verband overigens verwezen worden naar de brochure *Beleggingsinstrumenten* die de BELGISCHE VERENIGING VAN BANKEN in 2002 heeft gepubliceerd²¹⁶². Deze brochure geeft voor elk beleggingsinstrument een beschrijving, een lijst van de voor- en nadelen en een overzicht van de verschillende soorten risico’s die eraan zijn verbonden, alsook uitleg over het bijbehorende belastingstelsel²¹⁶³. Deze brochure beperkt zich andermaal tot een opsomming van de verschillende soorten beleggingsinstrumenten²¹⁶⁴. We komen hieronder (zie 4.4) verder terug op zulke casuïstische benadering.

4.3. TOETSING VAN DE OMZETTINGSBENADERINGEN IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

542. OPZET. In de randnummers hierna analyseren we de omzettingsbenaderingen van de (geharmoniseerde) effectennotie.

²¹⁶⁰ In de werkdefinitie die recent door HUDSON is voorgesteld, wordt een kapitaalmarkt-criterium gecombineerd met een verhandelbaarheid-criterium : “[...] a working, conceptual definition of ‘security’ would be ‘any financial instrument, whether representing a shareholding in an entity or debt owed by that entity or otherwise, which is transferable by the right-holder, for which a market price or value can be readily acquired, which is commonly traded, and which was created by its issuer to raise capital from a large number of investors by selling in large numbers of identical transferable units to those investors’” (A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), op 13).

²¹⁶¹ In de Nederlandse rechtsleer is opgemerkt dat de wet van het begrip “effect” geen definitie in de eigenlijke zin van het woord geeft (G.J.P. JONG, “Soortgelijk sorteert effect”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, 11). In de algemene definitie van artikel 1 van de Wte 1995 wordt immers volstaan met een opsomming van “benoemde” effecten en wordt aangegeven dat soortgelijke waardepapieren en soortgelijke, al dan niet voorwaardelijke, rechten, en certificaten en recepten daarvan, ook effecten zijn in de zin van de Wte 1995.

²¹⁶² Zie www.abb-bvb.be/gen/downloads/ADbeleggingsinstrumenten.pdf. In de inleiding wordt met name het koninklijk besluit van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies geciteerd, inzonderheid de bepaling dat “[i]n functie van het soort toegelaten verrichtingen, dienen de vennootschappen [voor vermogensbeheer en beleggingsadvies] aan de cliënt een gestandaardiseerd stuk mede te delen waaruit duidelijk blijkt welke de aard is van de beleggingsinstrumenten en welk soort risico’s eraan zijn verbonden” (art. 8, §1, *in fine* en art. 8, §2, *in fine*). Niet zelden zullen, bij het aangaan van een nieuwe cliëntenrelatie, dergelijke vennootschappen aan hun nieuwe cliënten een kopie van deze brochure overhandigen (en het feit dat dergelijke brochure effectief overhandigd werd ook contractueel vastleggen).

²¹⁶³ Brochure Beleggingsdiensten, 5.

²¹⁶⁴ De brochure onderscheidt negen types beleggingsinstrumenten : deposito’s en rekeningen bij de banken (met name termijnrekeningen en spaardepositorekeningen), obligaties, aandelen, afgeleide financiële instrumenten (met name opties, warrants, futures, mini’s of index participation units (IPU), instellingen voor collectieve belegging (ICB), verzekeringsbeleggingsproducten (zowel producten van tak 23 als tak 21 en verzekeringsbons), vastgoedbeleggingen (zoals vastgoedcertificaten en vastgoedbevaks), beleggingen met ethisch en solidair (met name ethische spaarproducten en ethische fondsen), enz.

4.3.1. Analyse van de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties

543. DE OMZETTING IN BELGIË. De Prospectuswet maakt een onderscheid tussen “beleggingsinstrumenten” en “effecten”. Artikel 4 van de Prospectuswet voert het relatief nieuwe begrip “beleggingsinstrumenten” in²¹⁶⁵. De notie “beleggingsinstrumenten” vervangt de notie “effecten” van de wet van 22 april 2003 als algemeen operationeel begrip van de Belgische prospectusreglementering²¹⁶⁶, namelijk voor het geharmoniseerde deel alsook voor het niet-geharmoniseerde deel van de Prospectuswet. “Effecten” zijn eveneens een operationeel begrip, zij het subsidiair en met name enkel voor het gedeelte van de Prospectuswet dat overeenkomt met de geharmoniseerde prospectusplicht. Artikel 5, §1 Prospectuswet omschrijft “effecten” als alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare beleggingsinstrumenten (betalingsinstrumenten²¹⁶⁷ en geldmarktinstrumenten²¹⁶⁸ uitgezonderd), zoals: 1° aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships²¹⁶⁹ of andere entiteiten gelijk te stellen beleggingsinstrumenten, inclusief de beleggingsinstrumenten die zijn uitgegeven door instellingen voor collectieve belegging die zijn geregeld bij overeenkomst of als trust, en waarin de rechten van de deelnemers op de activa van die instellingen zijn belichaamd, alsook aandelencertificaten; 2° obligaties en andere schuldinstrumenten, inclusief de certificaten die dergelijke instrumenten vertegenwoordigen, en vastgoedcertificaten²¹⁷⁰; 3° alle andere effecten die het recht verlenen om die effecten te verwerven of te verkopen, of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta’s, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven.

544. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Wat de toepassing van de Wft op de financiële instrumenten en producten betreft, leest deze wet – in de woorden van RAAS – niet “lekker weg”²¹⁷¹. Een onderscheid wordt gemaakt tussen drie hoofdcategorieën van instrumenten – het “financieel product”, het “financieel instrument” en het “effect” – die elk op hun beurt zijn onderverdeeld²¹⁷². Art. 1.1 Wft definieert “effect” als een verhandelbaar aandeel (of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht of een appartementsrecht)²¹⁷³, een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument²¹⁷⁴, of elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een in art. 1.1.a of art. 1.1.b Wft bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld²¹⁷⁵.

545. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Art. L211-1 *code monétaire et financier* definieert een

²¹⁶⁵ Relatief, aangezien deze notie zelf reeds voorkwam in de begripsomschrijving van “effecten” in art. 2 van de wet van 22 april 2003.

²¹⁶⁶ M.v.T. Prospectuswet, 8: “instruments de placement” om verwarring te vermijden met de begrippen “titres de capital” en “titres autres que de capital” die in de Prospectusrichtlijn en in de Prospectusverordening worden gehanteerd.

²¹⁶⁷ Art. 5, §1 Prospectuswet.

²¹⁶⁸ Art. 5, §2 Prospectuswet. Geldmarktinstrumenten zijn geen effecten in de zin van de Prospectuswet. Onder “geldmarktinstrumenten” worden alle categorieën instrumenten verstaan die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld en een looptijd van minder dan twaalf maanden hebben.

²¹⁶⁹ *Sic* (in het Frans eveneens “partnership”).

²¹⁷⁰ Cf. art. 5 § 4 Prospectuswet. Onder “vastgoedcertificaten” worden de schuldinstrumenten verstaan die rechten incorporeren op de inkomsten, op de opbrengsten en op de realisatiewaarde van één of meer bij de uitgifte van de certificaten bepaalde onroerende goederen. Schepen en luchtvaartuigen worden gelijkgesteld met onroerende goederen.

²¹⁷¹ R. RAAS, “Kernbegrippen Wft II”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 107, op 107.

²¹⁷² *Idem*, op 108.

²¹⁷³ Art. 1.1.a Wft.

²¹⁷⁴ Art. 1.1.b Wft.

²¹⁷⁵ Art. 1.1.c Wft. Zie R. RAAS, “Kernbegrippen Wft II”, in : D. BUSCH (ed.), *Onderneming en financieel toezicht*, Kluwer, Deventer, 2007 (692 p.), 107, op 121-127.

“instrument financier” als aandelen en andere effecten die, rechtstreeks dan wel onrechtstreeks, toegang geven of kunnen geven, tot het kapitaal of stemrechten, en die verhandelbaar zijn via inschrijving in rekening of overdracht²¹⁷⁶, schuldeffecten die elk een vorderingsrecht vertegenwoordigen op de rechtspersoon (of het gemeenschappelijk fonds van schuldvorderingen dat de effecten uitgeeft), en die verhandelbaar zijn via inschrijving in rekening of overdracht (doch met uitsluiting van wisselbrieven en kasbons)²¹⁷⁷, en aandelen of deelnemingsrechten in instellingen voor collectieve beleggingen²¹⁷⁸. Daarbij is verder verduidelijkt dat dergelijke financiële instrumenten moeten zijn uitgegeven door de Staat, een rechtspersoon, een gemeenschappelijk beleggingsfonds, een vastgoedfonds of een gemeenschappelijk fonds van schuldvorderingen²¹⁷⁹. Ten slotte voegt art. L211-1 *code monétaire et financier* nog twee bijkomende financiële instrumenten toe, namelijk financiële instrumenten op termijn (doch slechts indien deze per besluit worden gespecificeerd)²¹⁸⁰, en alle gelijkwaardige financiële instrumenten die zijn uitgegeven op grond van een buitenlands recht²¹⁸¹.

546. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Section 102A *Financial Services And Markets Act 2000* definieert “securities”, “transferable securities” “debt securities” en “financial instruments”. “Securities” worden gedefinieerd als “anything which has been, or may be, admitted to the official list”²¹⁸². “Transferable securities” worden gedefinieerd als overdraagbare effecten voor de doeleinden van MiFID (buiten de geldmarktinstrumenten, zoals gedefinieerd in MiFID, met een looptijd van minder dan 12 maanden)²¹⁸³. “Debt securities” en “financial instruments” hebben vervolgens de betekenis van respectievelijk de definitie van art. 2.1.b van de Transparantierichtlijn²¹⁸⁴ en de definitie van art. 1.3 van de Marktmissbruik Richtlijn²¹⁸⁵.

547. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De WpPG definieert “Wertpapiere” als alle verhandelbare effecten, die op een markt verhandeld kunnen worden, met in het bijzonder de aandelen en andere effecten die kunnen worden verhandeld, en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, dan wel certificaten, die aandelen vertegenwoordigen²¹⁸⁶, schuldeffecten (in het bijzonder obligaties en certificaten die andere effecten vertegenwoordigen)²¹⁸⁷ en alle andere waardepapieren die het recht verlenen om effecten te verwerven

²¹⁷⁶ Art. L211-1, paragraaf 1.1 *Code monétaire et financier*.

²¹⁷⁷ Art. L211-1, paragraaf 1.2 *Code monétaire et financier*.

²¹⁷⁸ Art. L211-1, paragraaf 1.3 *Code monétaire et financier*.

²¹⁷⁹ Art. L211-1, paragraaf II *Code monétaire et financier*.

²¹⁸⁰ Art. L211-1, paragraaf 1.4 *Code monétaire et financier*.

²¹⁸¹ Art. L211-1, paragraaf 1.5 *Code monétaire et financier* (tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, ainsi que les droits représentatifs d'un placement financier dans une entité, émis sur le fondement de droits étrangers).

²¹⁸² Section 102A (2) FSMA 2000. Zie tevens A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.), 240 : “[The definition of ‘securities’] is somewhat circular. Something is a security if it has been admitted to the official list of securities : although that does not in itself tell us what manner or thing may be admitted to that official list in the first place”.

²¹⁸³ Section 102A (3) FSMA 2000.

²¹⁸⁴ Section 102A (3A) FSMA 2000. Art. 2.1.b Transparantierichtlijn definieert “obligaties” als volgt : “obligaties en andere verhandelbare schuldinstrumenten, met uitzondering van effecten die met aandelen gelijk te stellen zijn of die door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten recht geven tot het verkrijgen van aandelen of met aandelen gelijk te stellen waardepapieren”.

²¹⁸⁵ Section 102A (4) FSMA 2000. Art. 1.3 Marktmissbruikrichtlijn definieert “financieel instrument” als volgt: “effecten zoals omschreven in de definitie van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten; rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging; geldmarktinstrumenten; financiële futures, met inbegrip van gelijkwaardige instrumenten die aanleiding geven tot afwikkeling in contanten, rentetermijncontracten; rente- en valutaswaps en swaps betreffende aan aandelen of een aandelenindex gekoppelde cashflows (‘equity swaps’); opties ter verkrijging of vervreemding van onder deze categorieën vallende instrumenten, met inbegrip van gelijkwaardige instrumenten die aanleiding geven tot afwikkeling in contanten. Deze categorie omvat met name valuta- en renteopties; grondstoffenderivaten; elk ander instrument dat op een gereglementeerde markt in een lidstaat tot de handel is toegelaten of waarvoor toelating tot de handel op dergelijke gereglementeerde markt is aangevraagd”.

²¹⁸⁶ Abschnitt 1, §2, a WpPG.

²¹⁸⁷ Abschnitt 1, §2, b WpPG.

of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven²¹⁸⁸. Geldmarktinstrumenten met een looptijd van minder dan twaalf maanden zijn evenwel geen “Wertpapiere”²¹⁸⁹.

4.3.2. Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek

548. DE OMZETTINGS DIVERGENTIES BETREFFEN NIET HET GEHARMONISEERD GEBIED. De rechtsvergelijkende analyse duidt aan dat diverse wetgevers een ruimere effectennotie hanteren dan de notie die geharmoniseerd is onder de Prospectusrichtlijn. Dit is evenwel toegelaten. Immers, wetgevers kunnen ervoor kiezen de prospectusplicht uit te breiden tot effecten en verrichtingen die buiten het geharmoniseerde domein van de Prospectusrichtlijn vallen. Voor het onderzoek is het evenwel belangrijk vast te stellen dat de wetgevers de effectennotie niet hebben ingeperkt. Het Verenigd Koninkrijk en Duitsland hebben de definitie en de formulering van de MiFID bijna letterlijk overgenomen. De herformulering die in België, Frankrijk en Nederland heeft plaatsgevonden, heeft o.i. niet tot gevolg dat de effecten (in de zin van MiFID) uitgesloten zijn uit de omzettingswet. Op deze basis komen we tot de vaststelling dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn.

4.4. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1

549. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1. Zoals gezegd, kwamen we op basis van de rechtsvergelijkende analyse tot de vaststelling dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn. Impliceert dit dat we, net als in afdeling 3, kunnen besluiten dat, wat het eerste onderdeel van de harmonisatietest betreft (namelijk : bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling?) de omzetting van deze bepalingen van de Prospectusrichtlijn op zich geen negatieve impact op de efficiëntie van de intermediaat zal hebben? We menen dat deze vraag niet zomaar bevestigend kan beantwoord worden. Immers, anders dan bij de notie van de “gereguleerde markt”, riskeert het voor uitgevende instellingen niet steeds even duidelijk te zijn of een bepaald “effect” wel of niet onder de geharmoniseerde effectennotie valt. Het is immers niet eenvoudig om de hierboven genoemde niet-klassieke investeringsproducten – te denken valt aan beleggingen in teakhout, Kyoto-emissierechten, enz. – onder te brengen in het klassieke effectenbegrip, zoals dat door MiFID gehanteerd is. Bovendien bestaat het risico dat, ofschoon de omzettingen naar de letter van de wet correcte omzettingen zijn, de praktijk of interpretatie per lidstaat toch verschilt. Zo werd in *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 2* verwezen naar de Nederlandse beleidsregel inzake de vraag of bij teakhoutprojecten sprake is van een collectieve dan wel individuele belegging²¹⁹⁰ (en werd in diezelfde afdeling kritiek geuit bij het feit dat op heden geen geïnstitutionaliseerd systeem bestaat waarbij dergelijke interpretaties tot voorbeeld kunnen strekken voor andere toezichthoudende overheden). Welnu, indien een openbare aanbidding gebeurt

²¹⁸⁸ Abschnitt 1, §2, c WpPG (“alle sonstigen Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird”).

²¹⁸⁹ Abschnitt 1, §2, *in fine* WpPG.

²¹⁹⁰ *Staatscourant*, 28 december 2006, nr. 251, 48: “In het geval van teakhout is het van belang of de verkoopopbrengsten van de te zijner tijd te kappen bomen collectief of individueel worden bepaald. Dit zal uit een overeenkomst tussen de aanbieder van het teakhoutproject en de belegger blijken. Hetzelfde geldt voor de manier waarop het risico door de participanten wordt gedragen. Uit genoemde overeenkomst dient te blijken of de opbrengst van de ene participant op het moment van de kap als gevolg van verschillen in kwaliteit van de bomen kan afwijken van die van de ander of dat de verkoopopbrengst eenvoudigweg naar rato van deelname over de participanten wordt verdeeld. Ten aanzien van de risicoverdeling kan iedere participant het risico van beschadiging of verlies gedurende de looptijd van het project voor zijn bomen dragen, dan wel hiervoor worden gecompenseerd door de andere participanten. Wanneer in de bepalingen ten aanzien van de opbrengsten en risicodeling onvoldoende expliciet is aangegeven dat er sprake is van een individuele belegging, dan wordt een aanbieder van een teakhoutproject aangemerkt als beheerder in de zin van de Wft. Dit betekent dat de beheerder van het project een vergunning dient aan te vragen”.

van effecten die in de ene lidstaat beschouwd worden als effecten in de zin van de Prospectusrichtlijn, terwijl deze in een andere lidstaat niet aldus beschouwd worden, riskeert dit een potentieel betekenisvolle inefficiëntie te creëren inzake financiële intermediatie. Problematischer wordt het indien deze effecten in de ene lidstaat onder het regime van de geharmoniseerde prospectusplicht zouden vallen, terwijl dezelfde effecten in een andere lidstaat onder een ander wettelijk kader zouden vallen (bijvoorbeeld de regeling inzake niet-geharmoniseerde instellingen voor collectieve belegging).

550. FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEF? O.i. zou een alternatief erin bestaan om de inhoudelijke invulling door MiFID weliswaar te behouden, maar bijkomend in de mogelijkheid te voorzien dat CESR het effectenbegrip kan preciseren of uitbreiden. We sluiten daarbij ook aan bij een casuïstische, geval per geval benadering (zie hierboven, 4.2.4). Zo zou CESR op vraag van een marktspeler kunnen beslissen zich uitdrukkelijk uit te spreken omtrent een divergentie die *de facto* zou bestaan omtrent de interpretatie van het effectenbegrip. Maar ook kan zij, al dan niet op eigen initiatief, op voorhand duidelijke criteria geven omtrent de toepasselijkheid van de geharmoniseerde prospectusplicht op bepaalde instrumenten die technisch niet onder het MiFID-effectenbegrip zouden vallen, maar waarvan het aanbevolen is dat de prospectusplicht zou gelden. De financiële crisis van 2008 toont aan dat regelgeving in dit domein van continue innovering verre van perfect blijft en dat zwarte gaten kunnen ontstaan indien de regelgeving niet adaptief en omvattend genoeg is²¹⁹¹. O.i. verdient het ook de voorkeur dat CESR zich op relatief snelle wijze kan uitspreken over de noodzaak van zulke uitbreiding. Dergelijke interpretaties en beslissingen dienen uiteraard gepubliceerd te worden op de website van CESR. Bijgevolg zou men *de lege ferenda* de volgende toevoeging kunnen overwegen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“effecten”: verhandelbare effecten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 18, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, met uitzondering van geldmarktinstrumenten in de zin van artikel 4, lid 1, punt 19, van die richtlijn die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden; op deze instrumenten mag nationale wetgeving worden toegepast; **CESR heeft de bevoegdheid om, desgevallend op eigen initiatief, te bepalen dit begrip te preciseren dan wel uit te breiden, in welk geval de criteria daartoe gepubliceerd worden op de website van CESR.**

4.5. TUSSENTIJD BESLUIT

In deze afdeling werd de effectennotie van de Prospectusrichtlijn onderzocht. De Prospectusrichtlijn definieert het begrip “effecten” door een verwijzing naar MiFID. “Effecten” zijn namelijk verhandelbare effecten in de zin van artikel 4.1.18 MiFID, met uitzondering van geldmarktinstrumenten die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden. Deze definitie – die de definitie herneemt van de Richtlijn Beleggingsdiensten – is het voorwerp geweest van punten van kritiek van redactionele aard, kritiek aangaande de uitsluitingen en kritiek aangaande het criterium van de ‘verhandelbaarheid’. Daarnaast zijn een aantal nieuwe verhandelbare “rechten” ontstaan – te denken valt bijvoorbeeld aan emissierechten als gevolg van het zogenaamde Kyoto protocol – waarvan men zich moet afvragen of ze passen binnen het effectenbegrip van de MiFID. In die context hebben we de vraag gesteld of het mogelijk is een andere operationele notie te formuleren die op een meer gepaste wijze het materiële

²¹⁹¹ C. COX, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, 6-7 : “This regulatory black hole for credit default swaps is one of the most significant issues that we are confronting in the current credit crisis and it requires immediate legislative action”.

toepassingsgebied van de prospectusreglementering bepaalt. We hebben dienaangaande drie pogingen ondernomen, die evenveel keer weerlegd zijn. Een eerste poging betrof de formulering op basis van een dienstenbegrip (gesteund op de Richtlijn 2002/65/EG). Een tweede poging was gestoeld op het beleggingsvoogmerk-begrip. Een derde poging was ten slotte gebaseerd op het kapitaalmarktbegrip. Deze pogingen stuitten evenwel op diverse bezwaren. Men kan om deze reden concluderen dat een correcte omschrijving van dergelijke operationele notie moeilijk, misschien zelfs onmogelijk, is, zodat de vraag gesteld kan worden of *de lege ferenda* een geval per geval benadering, namelijk een niet-exhaustieve opsomming zonder een definitie te geven, niet aan de orde is. Dat gezegd zijnde, duidt de rechtsvergelijkende analyse van de omzetting *de lege lata* erop dat diverse wetgevers een ruimere effectennotie hanteren, dan deze die is voorzien door de Prospectusrichtlijn, waardoor de prospectusplicht uitgebreid wordt tot andere financiële instrumenten en verrichtingen. Zulke uitbreiding is uiteraard toegelaten aangezien dergelijke regeling buiten het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn valt. Hoewel de effectennotie in Frankrijk en Nederland enigszins geherformuleerd is, hebben we geen omzettingsdivergenties vastgesteld. Ten slotte werden onze bevindingen getoetst aan de harmonisatietest van Deel 1. Hoewel geen formele omzettingsdivergenties bestaan, is er o.i. toch een risico van inefficiëntie inzake financiële intermediaat. Immers, anders dan bij de notie van de “gereguleerde markt”, riskeert het voor uitgevende instellingen niet steeds even duidelijk te zijn of een bepaald “effect” wel of niet onder de geharmoniseerde effectennotie valt. Bovendien bestaat het risico dat, ofschoon de omzettingen naar de letter van de wet correcte omzettingen zijn, de praktijk of interpretatie per lidstaat toch verschilt. Problematisch is het bijvoorbeeld indien een effect in de ene lidstaat onder het regime van de geharmoniseerde prospectusplicht zou vallen, terwijl hetzelfde effect in een andere lidstaat onder een ander wettelijk kader zou vallen. Om deze reden kan *de lege ferenda* overwogen worden om de inhoudelijke invulling door MiFID weliswaar te behouden, maar bijkomend in de mogelijkheid te voorzien dat CESR het effectenbegrip kan preciseren of uitbreiden. We sluiten daarbij ook aan bij een casuïstische, geval per geval benadering, met interpretaties en beslissingen die gepubliceerd zouden kunnen worden op de website van CESR.

HOOFDSTUK 3

DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSVRIJSTELLINGEN

In het derde en laatste Hoofdstuk wordt het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn kritisch onderzocht. In een eerste afdeling wordt de totstandkoming van deze vrijstellingsregeling geanalyseerd. Vervolgens wordt de aanbiedingsvrijstelling van art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht (Afdeling 2), met een afzonderlijke analyse van de technische notie van de “gekwalificeerde beleggers” (Afdeling 3). De laatste twee afdelingen gaan vervolgens in op het regime van de effectenvrijstellingen in art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn en het regime van de verhandelingsvrijstelling in art. 4.2 van de Prospectusrichtlijn (Afdelingen 4 en 5).

AFDELING 1. ANALYSE VAN DE TOTSTANDKOMING VAN DE VRIJSTELLINGSREGELING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

1.1. OPZET

551. HARMONISATIE VAN DE VRIJSTELLINGEN VAN PROSPECTUSPLICHT. Ook de gevallen waarbij de prospectusplicht *niet* geldt, werden door de Prospectusrichtlijn geharmoniseerd²¹⁹². Enerzijds beoogde de Europese wetgever te voorzien in geharmoniseerde criteria voor onderhandse plaatsingen (*private placements*); anderzijds werden ook diverse andere gehele of gedeeltelijke vrijstellingen geharmoniseerd²¹⁹³. Het Europees Economisch en Sociaal Comité stelde dat “[e]n van de belangrijkste potentiële voordelen van de ontwerprichtlijn is dat vrijstellingen dusdanig worden geharmoniseerd dat institutionele en onderhandse, met name grensoverschrijdende, emissies daadwerkelijk worden vergemakkelijkt”²¹⁹⁴. Deze afdeling biedt een beknopte analyse van de totstandkoming van de vrijstellingsregeling van de Prospectusrichtlijn. De reden daartoe is tweërlei. Ten eerste leidt een vergelijking tussen het Oorspronkelijk voorstel en het Gewijzigd voorstel met de Prospectusrichtlijn tot de vaststelling dat de vrijstellingsregeling een toenemende graad van complexiteit vertoont. Een analyse van de totstandkoming van de regels is daarom opportuun om de regels van de Prospectusrichtlijn correct te begrijpen. Ten tweede levert een analyse van de diverse tekstversies ook een beter zicht op het begrippenkader. Dergelijk begrippenkader kan vervolgens ook in de afdelingen hierna worden toegepast in de analyse van het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn.

1.2. HET OORSPRONKELIJK VOORSTEL

552. CONTEXTUALISERING. Volgens het Oorspronkelijk voorstel was “een geharmoniseerde aanpak geboden om lacunes en verschillen in de behandeling en bescherming van beleggers binnen de EU te vermijden. Het verdient derhalve aanbeveling een gemeenschappelijke en eenvormige vrijstellingsregeling in te voeren. Om dit doel te bereiken, werden de bestaande bepalingen herzien en is de lidstaten de vrijheid ontnomen de vrijstellingen wel of niet in nationaal recht om te zetten”²¹⁹⁵. Dit is één van de bepalingen in de voorbereidingswerkzaamheden van de Prospectusrichtlijn waarin het verregaande totale harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn het duidelijkst tot uiting komt²¹⁹⁶. In dit Oorspronkelijk voorstel werd een duidelijk onderscheid gemaakt tussen twee categorieën vrijstellingen, die men kan aanduiden als “beleggersvrijstellingen” en “effectenvrijstellingen”.

1.2.1. De beleggersvrijstellingen

553. DE NOTIE “BELEGGERSVRIJSTELLINGEN”. Een eerste reeks vrijstellingen werd ingevoerd “om

²¹⁹² Gewijzigd voorstel, 14. De Commissie merkt in haar Toelichting voorts op dat “Om dit doel te bereiken, werden de bestaande bepalingen herzien en is de lidstaten de keuzemogelijkheid ontnomen de vrijstellingen wel of niet in nationaal recht om te zetten” (op 14).

²¹⁹³ Gewijzigd voorstel, 4.

²¹⁹⁴ EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ, Advies over het ‘Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten’ (2002/C80/13), *Pb. C.*, 3 april 2002, afl. 80, 52-60, op nr. 3.2. Verder werd gesteld, op nr. 3.1 : “De lidstaten verschillen momenteel van mening over de vraag wanneer aanbiedingen van prospectusverplichtingen mogen worden vrijgesteld. Dat vormt een groot obstakel voor de integratie van de Europese wholesale-kapitaalmarkten. [...] In de ene lidstaat zijn aanbiedingen aan bepaalde categorieën professionele beleggers vrijgesteld, terwijl in de andere een inlegdrempel geldt of aan andere voorwaarden moet worden voldaan alvorens een vrijstelling wordt toegestaan”.

²¹⁹⁵ Oorspronkelijk voorstel, 9.

²¹⁹⁶ Zie *Deel 2, Hoofdstuk 1, afdeling 1*.

rekening te houden met de bijzondere aard van de beleggers tot wie de aanbieding is gericht²¹⁹⁷. Men kan dergelijke vrijstellingen derhalve aanduiden als *beleggersvrijstellingen*. Het is namelijk op basis van de specifieke identiteit of hoedanigheid van de beleggers tot wie de aanbieding is gericht dat al dan niet van de vrijstelling kan gebruik gemaakt worden. De beleggersvrijstellingen gelden bovendien slechts indien achteraf geen doorverkoop aan het publiek zou plaatsvinden²¹⁹⁸. In het Oorspronkelijk voorstel bestonden drie dergelijke beleggersvrijstellingen. Een eerste beleggersvrijstelling betrof aanbiedingen van effecten aan “gekwalificeerde beleggers die voor eigen rekening handelen”²¹⁹⁹. Volgens het Oorspronkelijk voorstel werden “gekwalificeerde beleggers” – eenvoudig²²⁰⁰ – gedefinieerd als “kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere financiële instellingen waaraan vergunning is verleend of die onder toezicht staan, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen ervan, pensioenfondsen, supranationale instellingen, staten en centrale overheden”²²⁰¹. De tweede beleggersvrijstelling betrof een “150/1.500 personen-grens”, namelijk een vrijstelling die zou gelden voor aanbiedingen van effecten aan “een beperkte groep van personen met minder dan 150 leden per lidstaat of met minder dan 1.500 leden in geval van een multinationale aanbieding”²²⁰², en ten slotte aanbiedingen van effecten die slechts zouden kunnen worden verworven voor een tegenwaarde van ten minste 150.000 euro per belegger²²⁰³. In haar advies omtrent het Oorspronkelijk voorstel stelde de EUROPESE CENTRALE BANK dat deze vrijstellingen verder moesten worden verduidelijkt “ter verzekering van de noodzakelijke flexibiliteit”²²⁰⁴.

1.2.2. De effectenvrijstellingen

554. DE NOTIE “EFFECTENVRIJSTELLINGEN”. Een tweede reeks vrijstellingen in het Oorspronkelijk voorstel hield verband “met het feit dat bepaalde categorieën effecten ter omwisseling van reeds bestaande effecten worden aangeboden, dan wel voortkomen uit specifieke operaties ten aanzien waarvan reeds gelijkwaardige informatie is verstrekt aan het publiek of de aandeelhouders”. Men kan hiernaar verwijzen als *effectenvrijstellingen*, namelijk vrijstellingen die niet gegrond zijn op de identiteit of hoedanigheid van degene aan wie ze worden aangeboden, maar wel betrekking hebben op de aard van de aangeboden effecten of de onderliggende verrichting²²⁰⁵. Er bestonden in het Oorspronkelijk voorstel zeven dergelijke effectenvrijstellingen. Een vrijstelling was voorzien voor aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen die reeds op dezelfde gereglementeerde markt werden verhandeld²²⁰⁶, effecten aangeboden bij een overname (op voorwaarde dat een document met “gelijkwaardige informatie” zou worden beschikbaar gesteld)²²⁰⁷, effecten aangeboden bij een fusie

²¹⁹⁷ Oorspronkelijk voorstel, 10.

²¹⁹⁸ Art. 3.2 Oorspronkelijk voorstel. Zie tevens Oorspronkelijk voorstel, 10.

²¹⁹⁹ Art. 3.2.a Oorspronkelijk voorstel.

²²⁰⁰ Vergelijk immers de randnummers hierna.

²²⁰¹ Art. 2.1.c Oorspronkelijk voorstel.

²²⁰² Art. 3.2.b Oorspronkelijk voorstel.

²²⁰³ Art. 3.2.c Oorspronkelijk voorstel.

²²⁰⁴ EUROPESE CENTRALE BANK, Advies van 16 november 2001 op verzoek van de Raad van de Europese Unie inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, *Pb. C.*, 6 december 2001, afl. 344, 4-7, nr. 6: “De ECB merkt op dat artikel 3.2 van het richtlijnvoorstel bepaalt dat de verplichting om een prospectus te publiceren niet geldt voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers die voor eigen rekening handelen, of aan een beperkte groep van personen, of voor aanbiedingen van effecten die slechts kunnen worden verworven voor een tegenwaarde van ten minste 150 000 EUR per belegger. In dit opzicht verwelkomt de ECB dat, ter verzekering van de noodzakelijke flexibiliteit, de comitéprocedure van toepassing is op verduidelijking en aanpassing van de vrijstellingen. Daarnaast merkt de ECB op dat de definitie van gekwalificeerde beleggers ook de ECB en de centrale banken van de lidstaten dient te omvatten”.

²²⁰⁵ Vgl. Oorspronkelijk voorstel, 10.

²²⁰⁶ Art. 3.3.a Oorspronkelijk voorstel (op voorwaarde evenwel dat de uitgifte van deze nieuwe aandelen niet zou leiden tot een verhoging van het geplaatste kapitaal).

²²⁰⁷ Art. 3.3.b Oorspronkelijk voorstel. De bevoegde toezichthoudende overheid diende dit document als zodanig te aanvaarden.

(onder dezelfde voorwaarde)²²⁰⁸, aandelen “welke ter omwisseling aan bestaande aandeelhouders worden aangeboden zonder dat er over het geheel genomen sprake is van een kapitaalverhoging, of aandelen die kosteloos aan deze aandeelhouders worden uitgereikt”²²⁰⁹, effecten “aangeboden of uitgereikt” aan huidige of voormalige werknemers²²¹⁰, aandelen “voortgekomen uit de conversie van converteerbare obligaties of uit de uitoefening van de aan warrants verbonden rechten, dan wel aandelen aangeboden bij een inwisseling tegen omwisselbare obligaties (op voorwaarde dat een prospectus betreffende deze converteerbare of omwisselbare obligaties of deze warrants beschikbaar zou zijn)²²¹¹, en ten slotte effecten uitgegeven door “door de staat erkende verenigingen met een wettelijke status of erkende instellingen zonder winstoogmerk met het oog op het verwerven van de middelen die nodig zijn om hun doel te verwezenlijken”²²¹².

1.3. HET GEWIJZIGD VOORSTEL

555. CONTEXTUALISERING. De regeling zoals voorgesteld in het Oorspronkelijk voorstel werd substantieel geamendeerd in het Gewijzigd voorstel. De onderliggende filosofie – met name de harmonisatie van de vrijstellingen – bleef weliswaar onveranderd²²¹³. Bij de toelichting benadrukte de Europese Commissie nogmaals dat de vrijstellingsregel gemeenschappelijk en eenvormig moest zijn en dat, om dit doel te bereiken, de lidstaten de “keuzemogelijkheid [moest worden] ontnomen de vrijstellingen wel of niet in nationaal recht om te zetten”²²¹⁴. De categorisering van de verschillende vrijstellingen werd echter grondig aangepast.

1.3.1. Van beleggersvrijstellingen naar een aanbiedings-safe harbour

556. WIJZIGINGEN MET BETREKKING TOT DE BELEGGERSVRIJSTELLINGEN. Enerzijds werd in het Gewijzigd voorstel deze categorie van vrijstellingen uitgebreid met twee bijkomende vrijstellingen. Anderzijds werden ook de inhoudelijke criteria van twee van de drie overige, reeds in het Oorspronkelijk voorstel opgenomen vrijstellingen, grondig aangepast. In het Gewijzigd voorstel zouden voortaan vijf categorieën aanbiedingen niet als een openbare aanbidding van effecten worden beschouwd. Een eerste vrijstelling betrof aanbiedingen van effecten die uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gericht zouden worden²²¹⁵. Hoewel deze vrijstelling ook reeds voorzien was in het Oorspronkelijk voorstel, bevatte het Gewijzigd voorstel aanzienlijke wijzigingen. Ten eerste moesten, anders dan in het Oorspronkelijk voorstel, de aanbiedingen van effecten aan “gekwalificeerde beleggers” volgens het Gewijzigd voorstel voortaan *uitsluitend* aan dergelijke beleggers gebeuren²²¹⁶. Het Gewijzigd voorstel voorzag ook in een andere definitie van “gekwalificeerde beleggers”. Deze omvatte voortaan vier categorieën: niet alleen de financiële instellingen²²¹⁷ en statelijke entiteiten²²¹⁸,

²²⁰⁸ Art. 3.3.c Oorspronkelijk voorstel.

²²⁰⁹ Art. 3.3.d Oorspronkelijk voorstel.

²²¹⁰ Art. 3.3.e Oorspronkelijk voorstel (dit evenwel op voorwaarde dat dit niet zou geschieden in ruil voor enigerlei vorm van betaling of tegenprestatie).

²²¹¹ Art. 3.3.f Oorspronkelijk voorstel.

²²¹² Art. 3.3.g Oorspronkelijk voorstel.

²²¹³ Cf. Gewijzigd voorstel, 14.

²²¹⁴ Gewijzigd voorstel, 14.

²²¹⁵ Art. 2.2.a Gewijzigd voorstel.

²²¹⁶ Art. 2.2.a Gewijzigd voorstel. Het is niet uitgesloten dat dit ook de intentie van de Europese wetgever in het Oorspronkelijk voorstel was, maar dit bleek alleszins niet uit de tekst.

²²¹⁷ Namelijk juridische entiteiten die “een vergunning hebben of voldoende gereguleerd zijn om op de financiële markten actief te zijn”. Het Gewijzigd voorstel bepaalde dat dit “kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen ervan, pensioenfondsen en de beheermaatschappijen ervan, goederenhandelaren, alsmede nietvergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten wier enige doel het beleggen in effecten is” omvatte (art. 2.1.e.i Gewijzigd voorstel).

maar ook “andere juridische entiteiten die geen kleine of middelgrote ondernemingen zijn”²²¹⁹ (anders dan in het Oorspronkelijk voorstel) en bovendien ook *natuurlijke personen* (eveneens anders dan in het Oorspronkelijk voorstel)²²²⁰ “indien zij uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde beleggers te worden aangemerkt en aan ten minste twee van de in lid 3 vervatte criteria voldoen”²²²¹. Ten tweede is in het Gewijzigd voorstel de “beperkte groep van personen met minder dan 150 leden per lidstaat of met minder dan 1.500 leden in geval van een multinationale aanbidding” vervangen door “minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat *die geen gekwalificeerde beleggers zijn*” (eigen cursivering)²²²². Met andere woorden zou een aanbidding aan maximaal 99 personen in elke lidstaat vrijgesteld worden. Hiermee werd gedeeltelijk voldaan aan de vraag van het COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS van het Europees Parlement dat had verzocht om de 1.500 grens af te schaffen²²²³. De 100 personen-grens van het Gewijzigd voorstel is weliswaar op het eerste zicht beperkter dan de 150 personen-grens van het Oorspronkelijk voorstel, doch de uitsluiting van “gekwalificeerde beleggers” uit de berekening van de grens maakt dat deze in werkelijkheid uitgebreid werd. Bovendien viel de beperking van de 1.500-grens weg. Niet onbelangrijk is het om te benadrukken dat er geen empirisch onderzoek is gevoerd naar de bepaling van deze drempel: de keuze voor “100” personen als criterium is in wezen arbitrair en is het gevolg van een compromis op Europees niveau²²²⁴. Ten derde, waar in het Oorspronkelijk voorstel een vrijstelling was voorzien voor aanbiedingen van effecten met een tegenwaarde van ten minste 150.000 EUR, werd deze grens verlaagd naar een bedrag van 50.000 EUR. Hiermee werd eveneens (ten dele) voldaan aan een opmerking van het COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS²²²⁵. Bovendien werd de vrijstelling uitgesplitst in twee gedeelten. Enerzijds zou de vrijstelling gelden voor een aanbidding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbidding effecten aankopen tegen een totale inbreng van ten minste 50.000 EUR

²²¹⁸ Met name de “nationale en regionale regeringen, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals de Wereldbank, het Internationaal Monetair Fonds, de Europese Centrale Bank, de Europese Investeringsbank en andere soortgelijke internationale organisaties” (art. 2.1.e.ii Gewijzigd voorstel).

²²¹⁹ Art. 2.1.e.iii Gewijzigd voorstel. Een definitie van “kleine of middelgrote onderneming” was vervat in art. 2.1.f Gewijzigd voorstel: “een onderneming die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoet: een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250, een balanstotaal van ten hoogste 43 000 000 EUR en een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste 50 000 000 EUR”. Zie tevens Gewijzigd voorstel, op 10.

²²²⁰ Gewijzigd voorstel, op 10: “De definitie van “gekwalificeerde beleggers” is uitgebreid zodat er niet alleen meer rechtspersonen, maar onder bepaalde voorwaarden ook natuurlijke personen onder vallen”.

²²²¹ Art. 2.1.e.iv Gewijzigd voorstel. Deze criteria waren de volgende: a) de belegger heeft de voorafgaande vier kwartalen gemiddeld 10 omvangrijke transacties per kwartaal op de effectenmarkt verricht; b) de effectenportefeuille van de belegger heeft een omvang van meer dan 0,5 miljoen EUR; c) de belegger is ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist (zie art. 2.3 Gewijzigd voorstel). Bovendien was bepaald dat door de toezichthoudende overheden van alle lidstaten een “register van gekwalificeerde beleggers” moest worden aangelegd. Elke natuurlijke persoon die als gekwalificeerde belegger wenst te worden aangemerkt, registreert zich; de belegger kan om het even wanneer van zijn status van gekwalificeerde belegger afzien (art. 2.3 Gewijzigd voorstel). Dit register, zo stelde art. 2.3 Gewijzigd voorstel, moest bovendien beschikbaar zijn voor alle uitgevende instellingen.

²²²² Art. 2.2.b Gewijzigd voorstel.

²²²³ COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Recommendation for a Second Reading on the Council Common Position for Adopting a European Parliament and Council Directive on the Prospectus to be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading*, 13 juni 2003, (5390/4/2003, 2001/0117(COD)), 19.

²²²⁴ Zie de algemene inleiding en de volgende afdeling. Vgl. tevens F. DE BAUW en M. DUPLAT, “Approbation, dispense et reconnaissance des prospectus. Fonctionnement du marché primaire”, in M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65, 119, nr. 128 en 120, nr. 130.

²²²⁵ COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Recommendation for a Second Reading on the Council Common Position for Adopting a European Parliament and Council Directive on the Prospectus to be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading*, 13 juni 2003, (5390/4/2003, 2001/0117(COD)), 19: “where the securities offered can be acquired only for a consideration of at least 50,000 Euro per investor, whether or not the securities are admitted to trading on a regulated market”.

per belegger²²²⁶. Anderzijds werd een vrijstelling voorzien voor een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR²²²⁷. Ten slotte voorzag het Gewijzigd voorstel – andermaal in tegenstelling tot het Oorspronkelijk voorstel – in een vrijstelling voor de aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 2.500.000 EUR²²²⁸. Men kan opmerken dat deze nieuwe vrijstellingsgrond bijzonder ver ging. Een uitgevende instelling zou op deze wijze elke 12 maanden via het aanbieden van haar effecten aan het publiek een bedrag tot maximum 2.500.000 EUR kunnen ophalen, zonder onderhevig te zijn aan een prospectusplicht.

557. VAN BELEGGERSVRIJSTELLINGEN NAAR EEN AANBIEDINGS-SAFE HARBOUR. Er kan in herinnering gebracht worden dat de vrijstellingen in het Oorspronkelijk voorstel geformuleerd werden in functie van de bijzondere hoedanigheid of identiteit van de beleggers aan wie de effecten werden aangeboden. We typeerden de vrijstellingen van het Oorspronkelijk voorstel daarom als beleggersvrijstellingen. In het Gewijzigd voorstel blijkt evenwel dat de vrijstellingen worden losgekoppeld van de hoedanigheid of identiteit van de beleggers aan wie de effecten in kwestie worden aangeboden. Deze loskoppeling blijkt het meest duidelijk uit de 2.500.000 EUR grens. Deze vrijstelling heeft immers op zich nog weinig te maken met de bijzondere aard van de beleggers tot wie de aanbieding is gericht. De vrijstellingen binnen deze categorie kunnen voortaan beter getypeerd worden als *aanbiedingsvrijstellingen* (namelijk de vrijstellingen die rekening houden met de bijzondere aard van de aanbieding), of juist nog als onderdelen van een ware *aanbiedings-safe harbour*. Immers, deze aanbiedingsvrijstellingen werden voortaan geformuleerd als een negatief luik van de definitie van “openbaar aanbod”. De voorgestelde tekst bepaalde dit uitdrukkelijk : “[v]oor de toepassing van lid 1, onder d) [nl. de definitie van een aanbieding van effecten aan het publiek] worden de volgende categorieën aanbiedingen *niet als een aanbieding van effecten aan het publiek beschouwd* [...]” (eigen cursivering)²²²⁹. Dit is een fundamenteel onderscheid tussen het Oorspronkelijk voorstel en het Gewijzigd voorstel. Waar de vrijstellingen aanvankelijk enkel impliceerden dat de aanbieding niet prospectusplichtig was, is in het Gewijzigd voorstel de aanbieding die onder één van de hierboven genoemde categorieën valt, immers niet alleen vrijgesteld van prospectusplicht, maar is deze ook per definitie geen openbare aanbieding²²³⁰. De vrijstelling van de prospectusplicht is met andere woorden het gevolg van het feit dat de aanbieding niet openbaar is. Men kan dit aanduiden als een *safe harbour*: aan de uitgevende instelling wordt een “veilige haven” gegeven waardoor het de zekerheid heeft dat de aanbieding niet openbaar is. Ten slotte werd de voorwaarde in het Oorspronkelijk voorstel dat achteraf geen doorverkoop mocht plaatsvinden, gepreciseerd en uitgebreid. In het Gewijzigd voorstel werd bepaald dat elke doorverkoop van effecten als een afzonderlijke aanbieding zou worden aangemerkt en telkens opnieuw aan de definitie van “aanbieding aan het publiek” zou worden getoetst om uit te maken of het een aanbieding van effecten aan het publiek betrof dan wel of het ingevolge genoemde criteria een onderhandse aanbieding was²²³¹. Ook werd bepaald dat uitsluitend in opdracht van cliënten verrichte verrichtingen – ongeacht of deze al dan niet via een gereglementeerde markt worden uitgevoerd – niet als een aanbieding van effecten aan het publiek worden aangemerkt²²³².

²²²⁶ Art. 2.2.c Gewijzigd voorstel.

²²²⁷ Art. 2.2.d Gewijzigd voorstel.

²²²⁸ Art. 2.2.e Gewijzigd voorstel. Het grensbedrag diende berekend te worden over een periode van twaalf maanden. Zie hieromtrent PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 353, voetnoot 60.

²²²⁹ Art. 2.2 Gewijzigd voorstel.

²²³⁰ Cf. Gewijzigd voorstel, 10 : “Voorts is de definitie van “aanbieding van effecten aan het publiek” vervolledigd en verduidelijkt. De definitie bestaat thans uit zowel een positief als een negatief deel teneinde de gevallen van onderhandse plaatsingen nauwkeurig af te lijnen. Aanbiedingen waarmee slechts een gering bedrag (minder dan 2 500 000 EUR) gemoeid is, worden niet als aanbiedingen aan het publiek beschouwd. Het nieuwe, op het principe van een hoge nominale waarde per eenheid gebaseerde systeem is ingevoerd om een objectief onderscheid te kunnen maken tussen gereglementeerde markten voor professionele partijen enerzijds en kleine beleggers anderzijds”.

²²³¹ Art. 2.2, *in fine* Gewijzigd voorstel.

²²³² Idem. De safe harbour was ingevoegd om financiële intermediairs die verrichtingen uitsluitend voor rekening van hun cliënten uitvoeren, een zekere mate van comfort te geven dat dergelijke verrichting niet zelf tot een openbare aanbieding aanleiding zou geven. Deze formulering

1.3.2. Van een enkelvoudige categorie van effectenvrijstellingen naar een uitsplitsing in effectenvrijstellingen en verhandelingsvrijstellingen

558. WIJZIGINGEN MET BETREKKING TOT DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN. In tegenstelling tot de aanbidding-safe harbour, werden de effectenvrijstellingen behouden als vrijstellingen op de prospectusplicht. Anders geformuleerd, maakten de aanbiedingen die voldoen aan de criteria van de effectenvrijstelling wel nog een “openbare aanbidding” uit – en is bijgevolg geen sprake van een safe harbour – die echter ingevolge de vrijstelling niet prospectusplichtig was. Dat blijkt uit de tekst van art. 4.1 van het Gewijzigd voorstel : “[d]e [...] prospectusplicht geldt niet voor de aanbidding van de volgende categorieën effecten: [...]”²²³³. De basisfilosofie is hier eveneens hetzelfde gebleven. Het betreft met name “vrijstellingen die betrekking hebben op effecten die ter omwisseling van reeds bestaande effecten worden aangeboden en die voortkomen uit specifieke operaties in het kader waarvan reeds gelijkwaardige informatie aan het publiek of de aandeelhouders is verstrekt”²²³⁴. De zeven effectenvrijstellingen van het Oorspronkelijk voorstel zijn in de versie van het Gewijzigd voorstel evenwel herschreven tot vijf effectenvrijstellingen. Een eerste categorie betrof de vervanging van aandelen. Zo zouden aanbiedingen van aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse die reeds zijn uitgegeven, voortaan zijn vrijgesteld²²³⁵. Dit was een belangrijke verruiming ten opzichte van het Oorspronkelijk voorstel volgens hetwelk deze aandelen reeds moesten zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt²²³⁶. Een tweede categorie betrof openbare aanbiedingen tot ruil : effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil zouden genieten van een vrijstelling indien een document met “gelijkwaardige informatie” als het prospectus beschikbaar werd gesteld²²³⁷. Een derde vrijstelling betrof effecten die worden aangeboden – of uitgereikt *c.q.* uit te reiken zijn – bij een fusie (onder dezelfde voorwaarde dat “gelijkwaardige informatie” beschikbaar werd gesteld). Er valt in dat verband op te merken dat het Oorspronkelijk voorstel deze vrijstelling voorzag, maar dat in de gewijzigde definitie de woorden “of uitgereikt, dan wel uit te reiken” werden toegevoegd²²³⁸. Ook aandelen die kosteloos worden aangeboden – of uitgereikt *c.q.* uit te reiken zijn – aan de huidige aandeelhouders en dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan dividenden worden betaald, zouden in het Gewijzigd voorstel genieten van een vrijstelling, doch evenwel onder de voorwaarde dat een document wordt gepubliceerd “dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie”²²³⁹. In dat opzicht valt te noteren dat, ten opzichte van het Oorspronkelijk voorstel, enerzijds de verwijzing naar “omwisseling” is weggefallen en dat anderzijds een aantal preciseringen zijn aangebracht²²⁴⁰. Bovendien werd de vereiste van een informatiedocument toegevoegd. Het Gewijzigd voorstel voorzag ten slotte een vijfde vrijstelling voor aanbiedingen of uitreikingen door de werkgever : effecten²²⁴¹ die door de uitgevende instelling – of een verbonden onderneming²²⁴² – worden aangeboden – of uitgereikt

liet door haar vaagheid en gebrek aan precisie echter te wensen over en zou in de definitieve versie van de Prospectusrichtlijn overigens worden geschrapt (zie verder hieronder).

²²³³ Art. 4.1 Gewijzigd voorstel.

²²³⁴ Gewijzigd voorstel, 15.

²²³⁵ Art. 4.1.a Gewijzigd voorstel. Net als in het Oorspronkelijk voorstel was bepaald dat de emissie van deze nieuwe aandelen niet mocht leiden tot een verhoging van het geplaatste kapitaal.

²²³⁶ Deze vrijstelling werd overgenomen in art. 4.2.b Gewijzigd voorstel.

²²³⁷ Art. 4.1.b Gewijzigd voorstel.

²²³⁸ Art. 4.1.c Gewijzigd voorstel.

²²³⁹ Art. 4.1.d Gewijzigd voorstel.

²²⁴⁰ Zoals de ontubbeling van de notie “uitreiken” in “aanbieden en of uitreiken”, en de verwijzing naar dividenden uitbetaald in aandelen. Zie Gewijzigd voorstel, 13.

²²⁴¹ De Europese wetgever heeft gekozen voor de term “effecten” om zo ook aandelenopties te omvatten (zie Gewijzigd voorstel, 13).

²²⁴² In het Gewijzigd voorstel werd dit begrip evenwel niet gepreciseerd.

c.q. uit te reiken zijn – aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers zouden genieten van een vrijstelling op voorwaarde dat een document wordt gepubliceerd “dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie”²²⁴³. Opnieuw zijn, ten opzichte van het Oorspronkelijk voorstel, een aantal toevoegingen aangebracht²²⁴⁴.

559. UITSPLITSING IN EFFECTENVRIJSTELLINGEN EN VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN. Wat eveneens nieuw was ten opzichte van het Oorspronkelijk voorstel, waren de vrijstellingen die specifiek de toelating van effecten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt betroffen. Deze vrijstellingen moeten gezien worden in het kader van verrichtingen waarbij – aldus de Europese wetgever in de toelichting bij het Gewijzigd voorstel – “geen bijzondere informatie hoeft te worden verstrekt om de bescherming van de beleggers te verzekeren en dus geen prospectus hoeft te worden opgesteld”²²⁴⁵. Deze “verhandelingsvrijstellingen” waren tevens vrijstellingen en geen safe harbours. De aanbiedingen die voldeden aan de criteria van één van de verhandelingsvrijstellingen maakten bijgevolg andermaal wel nog een “openbare aanbieding” uit, die evenwel niet prospectusplichtig was²²⁴⁶. Het Gewijzigd voorstel bevatte zeven verhandelingsvrijstellingen. In vergelijking met de zeven effectenvrijstellingen van het Oorspronkelijk voorstel, had het Gewijzigd voorstel derhalve twaalf vrijstellingen (vijf effectenvrijstellingen plus zeven verhandelingsvrijstellingen). Een drietal van deze verhandelingsvrijstellingen sloot zeer nauw – eigenlijk letterlijk – aan bij de effectenvrijstellingen. Zo bijvoorbeeld de “vervangingsvrijstelling” (die betrekking had op aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt waren toegelaten, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen zou leiden tot een verhoging van het geplaatste kapitaal²²⁴⁷), de “vrijstelling bij openbaar aanbod tot ruil” (die betrekking had op effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil)²²⁴⁸, de “fusievrijstelling” (die betrekking had op effecten aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken bij een fusie)²²⁴⁹. Twee andere verhandelingsvrijstellingen hernoemen niet letterlijk, maar wel grotendeels de parallelle effectenvrijstellingen. Dit waren ten eerste de vrijstelling voor aandelen die kosteloos werden aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken waren aan de huidige aandeelhouders en dividenden die werden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan dividenden werden betaald, *mits die effecten tot dezelfde klasse behoorden als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt waren toegelaten* en een document werd gepubliceerd dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de operatie²²⁵⁰. Hoewel deze vrijstelling grotendeels de parallelle effectenvrijstelling hernaam²²⁵¹, was de verhandelingsvrijstelling toch beperkter, aangezien de effecten tot dezelfde klasse dienden te behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten. Ten tweede werd in een vrijstelling voorzien voor effecten die door de uitgevende instelling of een verbonden onderneming worden aangeboden of uitgereikt, dan wel uit te reiken zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers, mits die effecten tot dezelfde klasse behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten²²⁵². Hier ook hernaam deze vrijstelling grotendeels art. 4.1.e van het Gewijzigd voorstel, maar

²²⁴³ Art. 4.1.e Gewijzigd voorstel.

²²⁴⁴ Zoals de toevoeging van “verbonden onderneming” en “bestuurders”

²²⁴⁵ Gewijzigd voorstel, 15.

²²⁴⁶ Cf. Art. 4.2 Gewijzigd voorstel : “De prospectusplicht geldt niet voor de toelating tot de handel op een gereglementeerde markt van de volgende categorieën effecten: [...]”.

²²⁴⁷ Art. 4.2.b Gewijzigd voorstel. Deze vrijstelling sluit aan bij art. 4.1.a van het Gewijzigd voorstel.

²²⁴⁸ Art. 4.2.c Gewijzigd voorstel. Deze vrijstelling sluit aan bij art. 4.1.b van het Gewijzigd voorstel. In beide gevallen moet overigens een document met “gelijkwaardige informatie” als het prospectus worden beschikbaar gesteld.

²²⁴⁹ Art. 4.2.d Gewijzigd voorstel. Deze vrijstelling sluit aan bij art. 4.1.c van het Gewijzigd voorstel. In beide gevallen moet overigens een document met “gelijkwaardige informatie” als het prospectus worden beschikbaar gesteld.

²²⁵⁰ Art. 4.2.e Gewijzigd voorstel.

²²⁵¹ Vgl. art. 4.1.d van het Gewijzigd voorstel.

²²⁵² Art. 4.2.f Gewijzigd voorstel.

was eveneens beperkter aangezien de effecten tot dezelfde klasse moeten behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten. Ten slotte voorzag het Gewijzigd voorstel ook in twee, volledig nieuwe verhandelingsvrijstellingen, namelijk een “*de minimis* vrijstelling” en een “vrijstelling voor conversie of omruiling”. De “*de minimis* vrijstelling” betrof aandelen die over een periode van twaalf maanden in aantal minder dan 10% vertegenwoordigen van de aandelen van dezelfde klasse welke reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten²²⁵³. Het kan overigens worden opgemerkt dat dit een belangrijke nieuwe vrijstelling was die niet in het oorspronkelijk voorstel voorkwam. De “vrijstelling voor conversie of omruiling” ten slotte had betrekking op aandelen voortgekomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van aan andere effecten verbonden rechten, mits die effecten tot dezelfde klasse behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten²²⁵⁴.

1.4. PROSPECTUSRICHTLIJN

560. DE REGELING VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN – TENDENS NAAR COMPLEXITEIT. Wanneer de vrijstellingsregeling van het Oorspronkelijk en het Gewijzigd voorstel wordt vergeleken met de regeling in de Prospectusrichtlijn, kan men vaststellen dat de safe harbour die eerst geïntroduceerd werd in het Gewijzigd voorstel, geen plaats heeft gevonden in de uiteindelijke Prospectusrichtlijn. Bovendien komt men bij een vergelijking van de verschillende tekstversies tot de vaststelling dat de vrijstellingsregeling gaandeweg complexer is geworden. In tegenstelling tot de eenvoudige systematiek van het Oorspronkelijk voorstel – namelijk de tweedeling tussen “beleggersvrijstellingen” en “effectenvrijstellingen” – volgde de Prospectusrichtlijn het Gewijzigd voorstel, met een driedelige categorisering tussen “aanbiedingsvrijstellingen” (in art. 3.2 Prospectusrichtlijn), “effectenvrijstellingen” (in art. 4.1 Prospectusrichtlijn) en “verhandelingsvrijstellingen” (in art. 4.2 Prospectusrichtlijn), die respectievelijk in afdelingen 2 en 3, afdeling 4 en afdeling 5 hieronder zullen worden onderzocht.

1.5. TUSSENTIJD BESLUIT

Een essentieel onderdeel van de geharmoniseerde prospectusplicht was, volgens de Europese Commissie, een gemeenschappelijke en eenvormige vrijstellingsregeling, waarbij de lidstaten de vrijheid zou zijn ontnomen de vrijstellingen wel of niet in nationaal recht om te zetten. Hoewel doorheen de voorbereidende werkzaamheden bij de totstandkoming van de Prospectusrichtlijn deze filosofie dezelfde is gebleven, is het interessant het vrijstellingsregime in het Oorspronkelijk voorstel en het Gewijzigd voorstel te vergelijken en te contrasteren met dat van de Prospectusrichtlijn. Dergelijke analyse leert dat geleidelijk de vrijstellingsregeling meer complex en meer technisch is geworden. Het Oorspronkelijk voorstel werd gekenmerkt door een tweedeling tussen de “beleggersvrijstellingen” en “effectenvrijstellingen”. De eerste categorie betrof vrijstellingen van de prospectusplicht die waren gebaseerd op de *hoedanigheid of de identiteit van de beleggers*. De tweede categorie betrof vrijstellingen van de prospectusplicht op grond van de *aard van de effecten* die werden aangeboden. In het Gewijzigd voorstel blijkt echter dat de beleggersvrijstellingen worden losgekoppeld van de hoedanigheid of identiteit van de beleggers, en worden aangehaakt bij de wijze waarop de effecten worden aangeboden. Dergelijke vrijstellingen kunnen daarom voortaan beter getypeerd worden als “aanbiedingsvrijstellingen”, namelijk de vrijstellingen die rekening houden met de bijzondere aard van de aanbieding. Verder werd vastgesteld dat deze aanbiedingsvrijstellingen geherformuleerd werden als een negatief luik van de definitie van “openbaar aanbod”: aan de uitgevende instelling zou bijgevolg de zekerheid worden gegeven dat een aanbieding niet openbaar is. Men kan met andere woorden spreken van een aanbiedings-safe harbour. Verder werden in het Gewijzigd voorstel de effectenvrijstellingen complexer uitgebreid, en werd bovendien nog een derde categorie van vrijstellingen toegevoegd,

²²⁵³ Art. 4.2.a Gewijzigd voorstel.

²²⁵⁴ Art. 4.2.g Gewijzigd voorstel.

namelijk “verhandelingsvrijstellingen”. Dit zijn vrijstellingen die specifiek de toelating van effecten tot de *verhandeling op een gereguleerde markt* betreffen. Dit leverde bijgevolg een driedelige categorisering op tussen “aanbiedingsvrijstellingen”, “effectenvrijstellingen” en “verhandelingsvrijstellingen”, die elk in de volgende afdelingen zullen worden onderzocht.

AFDELING 2. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE AANBIEDINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 3.2)

2.1. OPZET

561. ANALYSE VAN DE EERSTE CATEGORIE VAN VRIJSTELLINGEN. In deze afdeling gaan we vooreerst in op de regeling van de aanbiedingsvrijstellingen in art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn. Vervolgens analyseren we hoe deze vrijstellingsregeling is omgezet in de verscheidene onderzochte jurisdicties. We hebben ervoor geopteerd om één bepaald element van deze vrijstellingsregeling – namelijk de notie van de “gekwalficeerde belegger” – uit deze afdeling te lichten en te bespreken in de volgende afdeling. De reden daarvoor is vooral pragmatisch²²⁵⁵: een grondige bespreking van deze notie riskeert de leesbaarheid van deze afdeling te bemoeilijken. De notie “gekwalficeerde belegger” omvat immers zelf verscheidene categorieën beleggers, die bovendien elk relatief verschillend zijn omgezet in de onderzochte jurisdicties. Door alles in deze afdeling te behandelen, riskeert daardoor een onevenwicht te ontstaan tussen de analyse van de vrijstelling voor aanbiedingen aan gekwalficeerde beleggers en de analyse van de andere aanbiedingsvrijstellingen. Door de bespreking op te splitsen in twee afdelingen bereiken we daarentegen de doelstelling om in deze afdeling een synthese-overzicht te geven van de algemene werking van de aanbiedingsvrijstellingsregeling, waarna de daaropvolgende afdeling dan een eerder technische analyse biedt van de notie van de “gekwalficeerde belegger”.

2.2. ANALYSE VAN DE AANBIEDINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

2.2.1. Historische achtergrond

562. RICHTLIJN 89/298/EEG. Artikel 2 van de Richtlijn 89/298/EEG bepaalt dat deze richtlijn niet van toepassing is op aanbiedingen van effecten aan personen in het kader van hun bedrijf of beroep²²⁵⁶, aanbieding van effecten aan een beperkte groep van personen²²⁵⁷, aanbieding van effecten waarvan de totale verkoopprijs niet meer dan 40.000 ECU bedraagt²²⁵⁸, en/of aanbieding van effecten die slechts kunnen worden verworven voor een tegenwaarde van ten minste 40.000 ECU per belegger²²⁵⁹. Technisch waren dit evenwel geen vrijstellingen maar uitsluitingen. De Richtlijn 89/298/EEG was immers niet van toepassing op dergelijke aanbiedingen.

2.2.2. Evolutie ten opzichte van het Gewijzigd voorstel

563. DE AANBIEDINGSVRIJSTELLINGEN IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN. De Prospectusrichtlijn voorziet daarentegen wel in vrijstellingen op de geharmoniseerde prospectusplicht. In tegenstelling tot het Gewijzigd voorstel (zie afdeling 1 hierboven), is er wel geen sprake meer van een aanbiedings-safe harbour. Uit het Gemeenschappelijk Standpunt van de Europese Raad blijkt dat er bewust voor gekozen is dat de regeling voorziet in *vrijstellingen* op de prospectusplicht, terwijl de verrichting wel degelijk aanleiding geeft tot een “openbare aanbieding”²²⁶⁰. Dat blijkt verder ook uitdrukkelijk uit art. 3.2

²²⁵⁵ Een bijkomende reden – van juridisch-technische aard – is dat de bespreking van afdeling 2 hoofdzakelijk art. 3.2 Prospectusrichtlijn betreft, waar de bespreking in afdeling 3 voornamelijk ingaat op de definitiebepaling van art. 2.1 Prospectusrichtlijn.

²²⁵⁶ Art. 2.1.a Richtlijn 89/298/EEG.

²²⁵⁷ Art. 2.1.b Richtlijn 89/298/EEG.

²²⁵⁸ Art. 2.1.c Richtlijn 89/298/EEG.

²²⁵⁹ Art. 2.1.d Richtlijn 89/298/EEG.

²²⁶⁰ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement overeenkomstig artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag over het

Prospectusrichtlijn, dat bepaalt dat : “[d]e prospectusplicht geldt niet voor de volgende categorieën aanbiedingen”²²⁶¹. De vijf vrijstellingsgronden daarentegen benaderen deze van het Gewijzigd voorstel. Het gaat om meer bepaald om vrijstellingen (i) voor een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten²²⁶², (ii) voor aanbiedingen van effecten aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn, vrijgesteld²²⁶³ (hetgeen betekent dat indien een grensoverschrijdende aanbieding aan 99 personen per lidstaat wordt beperkt, deze niet-prospectusplichtig zal zijn), (iii) voor een aanbieding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen tegen een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 EUR per belegger²²⁶⁴, (iv) een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR²²⁶⁵, en/of (v) een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR; dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden²²⁶⁶.

564. VERDERE UITWERKING VAN DE VERSCHILPUNTEN TEN OPZICHTE VAN HET GEWIJZIGD VOORSTEL – EERSTE VERSCHILPUNT. Ten opzichte van de formulering van het Gewijzigd voorstel zijn er, naast de reeds hierboven aangegeven fundamentele herijking van het karakter van deze vrijstellingen (ten koste van de safe harbour), een drietal verschilpunten. Een eerste, belangrijk, verschil is de herleiding van de 2.500.000 EUR-grens in de vijfde vrijstelling naar 100.000 EUR. De reden daartoe is terug te brengen op de omvang van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn. In tegenstelling tot het Gewijzigd voorstel, sluit de Prospectusrichtlijn immers verrichtingen voor een bedrag van 2.500.000 EUR uit het toepassingsgebied van de Prospectusrichtlijn uit. Zo bepaalt art. 1.2.h Prospectusrichtlijn dat de richtlijn niet van toepassing is op “effecten die deel uitmaken van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde van de aanbieding minder dan 2.500.000 EUR bedraagt, welk grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden”. Dergelijke *de minimis* verrichtingen zijn bijgevolg uitgesloten uit het toepassingsgebied van de geharmoniseerde prospectusplicht. Voor openbare aanbiedingen met een totale tegenwaarde van minder dan 2.500.000 EUR geldt met andere woorden geen harmonisatie : bijgevolg kan elke lidstaat zelf beslissen of (en in welke mate) de prospectusreglementering geldt. Niettemin meende de Europese Raad dat het toch nodig was om een geharmoniseerde vrijstelling voor 100.000 EUR te behouden: “[h]et [...] grensbedrag is gewijzigd ten opzichte van [...] het gewijzigd Commissievoorstel, aangezien nu voor zeer kleine aanbiedingen (minder dan 100.000 euro) geen verplichting zal gelden een prospectus in de lidstaten te publiceren”²²⁶⁷. Waarom dient namelijk voorzien te worden in een *de minimis*-regeling voor aanbiedingen van minder dan 100.000 euro als de Prospectusrichtlijn daarop niet van toepassing is? Het antwoord is te vinden in de *opt-in*-regeling van de Prospectusrichtlijn²²⁶⁸: een uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van een toelating tot de handel op een gereguleerde markt zal immers ook voor aanbiedingen van minder dan 2.500.000 EUR over de mogelijkheid beschikken een prospectus

gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, SEC/2003/0396 def (COD 2001/0117), 26 maart 2003 : “In artikel 3, lid 2, zijn de categorieën aanbiedingen uit het geschrapte artikel 2, lid 2, van het gewijzigd Commissievoorstel opgenomen. Zo wordt duidelijk gemaakt dat deze aanbiedingen wel binnen de werkingssfeer van de richtlijn vallen maar niet aan de prospectusplicht onderworpen zijn”.

²²⁶¹ Art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Vgl. met de hierboven geciteerde formulering van art. 2.2 Gewijzigd voorstel.

²²⁶² Art. 3.2.a Prospectusrichtlijn.

²²⁶³ Art. 3.2.b Prospectusrichtlijn.

²²⁶⁴ Art. 3.2.c Prospectusrichtlijn.

²²⁶⁵ Art. 3.2.d Prospectusrichtlijn.

²²⁶⁶ Art. 3.2.e Prospectusrichtlijn.

²²⁶⁷ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement overeenkomstig artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag over het gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, SEC/2003/0396 def (COD 2001/0117), 26 maart 2003.

²²⁶⁸ M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. prat. soc.*, 2004, 105, 115-6.

overeenkomstig deze richtlijn op te stellen wanneer de effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten²²⁶⁹. De uitgevende instellingen kunnen met andere woorden zelf beslissen om vrijwillig te opteren voor de geharmoniseerde prospectusplicht²²⁷⁰. In dergelijk geval zal de goedkeuring van het prospectus communautaire draagwijdte – het “Europees paspoort” – hebben. Op basis van de *opt-in* is door sommigen verdedigd dat ook de lidstaten de mogelijkheid hebben om een prospectusplicht op te leggen voor aanbiedingen voor minder dan 2.500.000 EUR²²⁷¹. Gezien dit zou kunnen impliceren dat lidstaten ook een prospectus zouden vereisen voor aanbiedingen van minder dan 100.000 EUR, werd door de Europese Raad beslist uitdrukkelijk te voorzien in een *de minimis*²²⁷². Aldus is het – volgens het THIRD INFORMAL MEETING ON PROSPECTUS TRANSPOSITION – de lidstaten verboden om, in hun nationaal recht (en dus in het kader van de niet-geharmoniseerde prospectusplicht), een prospectus te vereisen voor aanbiedingen voor een bedrag van minder dan 100.000 EUR (per 12 maanden bepaald). De lidstaten kunnen met andere woorden enkel voorzien in een niet-geharmoniseerde prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten (in de betekenis van de Prospectusrichtlijn) aan het publiek voor een bedrag tussen 100.000 EUR en 2.499.999 EUR²²⁷³. Hoewel dergelijk verbod niet eenduidig uit de tekst blijkt, kan dergelijke lezing van de Prospectusrichtlijn worden verdedigd worden op basis van coherentie argumenten²²⁷⁴. Niettemin moet worden opgemerkt dat noch in de tekst, noch in de overwegingen van de Prospectusrichtlijn aandacht werd besteed aan het antwoord op de vraag of de “totale tegenwaarde van de aanbidding” dient te worden beschouwd per lidstaat of in alle lidstaten van de Europese Unie gezamenlijk²²⁷⁵. De Belgische

²²⁶⁹ De Prospectusrichtlijn heeft niettemin in een beperkte uitzondering voorzien. Art. 1.3 Prospectusrichtlijn voegt met name toe dat: “[n]iettegenstaande het bepaalde in [onder meer art. 1.2.h Prospectusrichtlijn], beschikt een uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt over de mogelijkheid een prospectus overeenkomstig deze richtlijn op te stellen wanneer de effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten”.

²²⁷⁰ Idem: “De toegevoegde vrijstellingen hebben betrekking op: [...] kleine aanbiedingen van effecten, namelijk aanbiedingen waarvan de totale tegenwaarde minder dan 2 500 000 euro bedraagt (artikel 1, lid 2, onder h)) [...]. De toegevoegde vrijstellingen zijn ten dele het gevolg van de EP-amendementen 5 (tweede deel) en 35, die in sommige gevallen voorzagen in de toepassing van een nationale regeling in plaats van de in het voorstel neergelegde communautaire regeling, alsmede in een ‘opt-in’-mogelijkheid voor de uitgevende instelling”. Zie tevens J.B.S. HIJINK, W.B. KUIJPERS en S.O. LOURENS, “Aanbiedingen van effecten na 1 juli 2005: enkele kernelementen van ‘noodverband prospectus’ belicht”, *Tijdschrift Financieel Recht*, 2005, 8/9, 224, op 228: “De achterliggende reden voor het buiten het toepassingsbereik van de prospectusrichtlijn plaatsen van aanbiedingen waarvan de tegenwaarde minder dan 2,5 miljoen euro bedraagt blijkt niet uit de overwegingen bij de prospectusrichtlijn. Waarschijnlijk is de Europese regelgever van mening geweest dat op dergelijke - relatief kleine - aanbiedingen in beginsel niet de gedetailleerde regelgeving van de prospectusrichtlijn en de prospectusverordening van toepassing moet zijn, omdat de gemaakte kosten in dat geval niet in verhouding zouden staan tot de opbrengsten van de aanbidding van effecten. De beleidsmatige afweging of, en zo ja op welke wijze, bescherming van beleggers in het kader van een aanbidding van effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde die minder dan 2,5 miljoen euro bedraagt noodzakelijk is, wordt daarbij aan de afzonderlijke lidstaten overgelaten”.

²²⁷¹ Zie K. J. HOPT en H.-C. VOIGT, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2005, 22-3, met verwijzingen naar de betreffende literatuur en kritische opmerkingen ten aanzien van dergelijke stellingname.

²²⁷² Idem, 22-3.

²²⁷³ Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record, 26 januari 2005, MARKT/G3/WG D(2005), 2-3, gepubliceerd op www.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/prospectus/summary-note-050126_en.pdf: “However, Article 3(2)(e) provides that offers with a total consideration of less than €100,000 are exempt from the requirement to publish a prospectus. This prevents MS from requiring a prospectus for offers covered by this exemption. The effect of the interaction of these provisions is that the exemption in Article 3(2)(e) constitutes a restriction on the general ability of MS to regulate offers of securities falling within Article 1(2)(h) at a domestic level. Accordingly, MS may, under a domestic regime, require a prospectus in relation to offers totalling between €100,000 and €2.5 million, but cannot require a prospectus under national law for offers of less than €100,000”.

²²⁷⁴ A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339, 353 : “[t]he exemption can appear surprising to the extent that [...] the Directive states that it is not applicable to securities offerings in a total amount of less than Euro 2,500,000. A *coherencia*, it should be deduced that the Member States are prohibited, notwithstanding the freedom of initiative left to them under the Euro 2,500,000 threshold, from requiring a prospectus for offers less than Euro 100,000”.

²²⁷⁵ J.B.S. HIJINK, W.B. KUIJPERS en S.O. LOURENS, “Aanbiedingen van effecten na 1 juli 2005: enkele kernelementen van ‘noodverband

wetgever lijkt te hebben gekozen voor deze laatste opvatting. Zo is de Belgische Prospectuswet van toepassing op elke openbare aanbieding van effecten waarvan de totale tegenwaarde 2.500.000 euro of meer bedraagt²²⁷⁶. De Nederlandse wetgever heeft daarentegen gekozen voor de eerste opvatting, waarbij deze vrijstelling gekoppeld werd aan de omvang van de aanbieding in Nederland. VAN BEEK stelde daaromtrent: “[d]e ene lidstaat koppelt deze vrijstelling aan de omvang van de aanbieding in die betreffende lidstaat (bijvoorbeeld Nederland) terwijl weer andere lidstaten (zoals Engeland) deze vrijstelling alleen van toepassing achten als de aanbieding binnen de hele EU onder de € 2.5 mio is gebleven. Opvallend is overigens dat de Engelse toezichthouder in eerste instantie anders dacht over deze laatste vrijstelling en recentelijk zijn mening heeft gewijzigd. Kortom, er is in de praktijk nog erg veel onduidelijkheid over deze en andere belangrijke bepalingen uit de Prospectusrichtlijn”²²⁷⁷. Volgens deze auteur is er daardoor “soms veeleer sprake van een maximum irritatie in plaats van een maximum harmonisatie”²²⁷⁸.

565. TWEEDE VERSCHILPUNT. Het tweede verschilpunt betreft een aantal cosmetische correcties en preciseringen. Het betreft daarbij in het bijzonder de toevoeging van de woorden “en/of”, waardoor werd verduidelijkt dat de vrijstellingsgronden zowel afzonderlijk als cumulatief kunnen worden toegepast²²⁷⁹. Dat was overigens tevoren reeds de intentie van de Europese wetgever²²⁸⁰. Ook werd in de derde vrijstellingsgrond het begrip “totale inbreng” vervangen door het wat ruimere begrip “totale tegenwaarde”. De toevoeging van het Gewijzigd voorstel dat uitsluitend in opdracht van cliënten verrichte transacties niet als een aanbieding van effecten aan het publiek worden aangemerkt, werd in de Prospectusrichtlijn verwijderd; in de plaats daarvan werd bepaald dat de plaatsing van effecten via financiële intermediairs afhankelijk werd gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor de *definitieve plaatsing* aan geen enkele van de vrijstellingen is voldaan²²⁸¹.

566. DERDE VERSCHILPUNT. Een derde verschilpunt betreft tenslotte de definitie van de “gekwalficeerde beleggers”. Hoewel de basisformulering van het Gewijzigd voorstel behouden werd, zijn een aantal belangrijke correcties (zowel inperkingen als uitbreidingen) aangebracht²²⁸². Anders dan in het Gewijzigd voorstel voorziet de Prospectusrichtlijn vijf categorieën gekwalficeerde beleggers. In afdeling 3 hieronder gaan we hierop in.

2.2.3. Evaluatie van het aanbiedingsvrijstellingsregime

567. EVALUATIE VAN HET AANBIEDINGSVRIJSTELLINGSREGIME. Bij ons weten – en alleszins op basis van de bronnen gebruikt in het kader van het onderzoek – is nooit fundamenteel economisch onderzoek gevoerd naar de reikwijdte van het aanbiedingsvrijstellingsregime en de mate waarin de vrijstellingen mogen en moeten kunnen gebruikt worden. Bovendien is is in de evaluatierapporten van 2007 en 2008 relatief weinig aandacht gegaan naar de aanbiedingsvrijstellingen. Het CESR

prospectus’ belicht”, *Tijdschrift Financieel Recht*, 2005, 8/9, 224, op 228: “Hierdoor is niet onwaarschijnlijk dat artikel 1, tweede lid, onderdeel h van de prospectusrichtlijn door de afzonderlijke lidstaten op verschillende manieren wordt geïnterpreteerd en geïmplementeerd. Voor aanbiedingen van effecten die een grotere tegenwaarde hebben dan 100.000 euro maar een kleinere tegenwaarde dan 2,5 miljoen euro zal hierdoor, ondanks de komst van de nieuwe prospectusrichtlijn, geen Europees ‘level playing field’ ontstaan”.

²²⁷⁶ Art. 22, §1 Prospectuswet. Art. 22, §2 Prospectuswet voegt daaraan toe dat “[w]anneer de totale tegenwaarde van de in § 1 bedoelde openbare aanbieding minder bedraagt dan 2.500.000 euro, kan de uitgevende instelling of de aanbieder, naar gelang het geval, ervoor opteren om haar of zijn aanbieding onder de toepassing van dit hoofdstuk te laten vallen, opdat de goedkeuring van het prospectus de in artikel 36 bedoelde communautaire draagwijdte zou hebben”.

²²⁷⁷ B. VAN BEEK, “Maximum harmonisatie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 10, 275, op 275.

²²⁷⁸ Idem. Hij voegt daar evenwel aan toe: “Weet wel dat deze tranen van mij slechts krokodillentranen zijn. Voor advocaten en bedrijfsjuristen is het wat dat betreft een spannende tijd met veel ontwikkelingen. De vraag is echter of dat nou het doel was van de Prospectusrichtlijn”.

²²⁷⁹ Zie tevens de randnummers hierna.

²²⁸⁰ Vgl. opnieuw de formulering van art. 2.2 Gewijzigd voorstel: “[...] de volgende categorieën aanbiedingen [...]”.

²²⁸¹ Art. 3.2, *in fine* Prospectusrichtlijn. Zie daaromtrent de bespreking in *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.2*.

²²⁸² Zie art. 2.1.e Prospectusrichtlijn.

evaluatie­rapport vermeldt weliswaar een aantal problemen met de definitie van “gekwalificeerde beleggers”²²⁸³, maar verder wordt in dat rapport niet ingegaan op de divergenties en de problemen met betrekking tot de aanbiedingsvrijstellingen²²⁸⁴. De ESME en CESR evaluatie­rapporten gaan dienaangaande voornamelijk in op de problematiek van de *retail cascade* (zie, uitvoerig, Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2).

568. IMPACT VAN HET VRIJSTELLINGSREGIME OP DE MARKT (ESME EN CSES). Het ESME rapport stelt wel dat het aanbiedingsvrijstellingen een vrijwel onmiddellijke impact blijkt te hebben gehad op de markt. Uitgevende instellingen zouden namelijk in toenemende mate van het aanbiedingsvrijstellingsregime gebruik maken om te ontsnappen aan de diverse vereisten die de prospectusplicht met zich meebrengt²²⁸⁵. Op deze wijze, aldus de ESME, “[i]n practice [...] Article 3(2) has decreased the range of investment opportunities for retail investors. In particular, the exemptions in point (c) for offers of securities for a consideration of at least 50,000 euro and point (d) for offers of securities with a minimum denomination of 50,000 euro, are increasingly used for debt securities and have already led to a limited availability of retail bonds in major markets. According to figures provided by the Stuttgart stock exchange, in 2006 42 per cent of the bonds listed in Stuttgart had a denomination of 50,000 euro, while in 2005 the figure was only 8 per cent. If this development continues, retail investors, who are supposed to be protected by the Prospectus Directive, will be excluded from the bond market”²²⁸⁶. Deze vaststelling werd verder onderzocht en – met nuances – beaamd in het CSES rapport : “The results in this section provide some evidence that issuers in some Member States with a traditionally significant retail market (defined as issues of less than Euro 50,000) have increased the percentage shares of debt issues at larger than Euro 50,000 denomination to structured offerings so that they do not fall under the Prospectus regulations. In other Member States this shift has been less significant. If the EUR 50k threshold effectively divides retail and wholesale markets, the threshold effect shown here could have significant effects on retail debt markets in some Member States”²²⁸⁷. Een verdere illustratie hiervan kan gevonden worden bij de oprichting van de niet-ge­reguleerde markt PROFESSIONAL SECURITIES MARKET (PSM) als onderdeel van de LONDON STOCK EXCHANGE, waarop schuldinstrumenten worden verhandeld tussen doorgaans gekwalificeerde beleggers²²⁸⁸.

²²⁸³ Zie CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 20, nrs. 93-97. Zie tevens 19, nr. 88 : “The use, definition and interpretation of the definition of public offer and related terms like “qualified investors” should therefore be harmonised as much as possible”.

²²⁸⁴ Zo werd bijvoorbeeld vermeld dat “[m]arket participants further stated that there is no harmonisation of the exemptions provisions and they considered this to be important because the exemptions determine whether the obligation to produce a prospectus exists”, maar dit had betrekking op de verhandelings- en effectenvrijstellingen van art. 4 Prospectusrichtlijn.

²²⁸⁵ ESME, “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 14 : “The reason that issuers might wish to offer securities in a way that does not trigger the obligation to produce a prospectus is not their intention to exclude retail investors, but the burden of preparing a prospectus together with other relevant issues such as many legal uncertainties, including in particular concerns about the right for investors to withdraw from a transaction following the publication of a supplement to the prospectus in accordance with Article 16 of the Prospectus Directive”.

²²⁸⁶ ESME, “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.), 14.

²²⁸⁷ CSES, “Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report”, juni 2008 (78 p.), 61. Verder werd dienaangaande gesteld dat : “The presence of threshold effects is confirmed by some of our interview results. For instance, [...] it was suggested that EUR 50k was a high exemption threshold and that the vast majority of debt issues took place at much lower levels before the Prospectus Regulations came into force. Others suggested that the EUR 50k threshold was an arbitrary figure, which does not correspond to the division between retail and wholesale markets. Other interviewees suggested that it was important that a distinction was made between the retail market and the wholesale market and whilst the EUR 50k threshold was arbitrary, some threshold was essential. As a result, it is difficult to assess the impact of the threshold on retail markets” (op 61).

²²⁸⁸ N. BOARDMAN, “The United Kingdom”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University

569. NOODZAAK TOT EEN ECONOMISCHE STUDIE. De vaststellingen van ESME en CSES tonen aan dat de gekozen drempels en de begrenzingen van het vrijstellingsregime een directe impact hebben – of kunnen hebben – op de markt. Meer fundamenteel worden met het vrijstellingsregime de contouren van het informatieparadigma bij een openbare aanbidding bepaald²²⁸⁹. Dergelijke drempels mogen niet zomaar discretionair worden bepaald. Naar de toekomst is een onafhankelijk, economisch en academisch onderzoek aangewezen om de optimale reikwijdte – en de regulering – van het vrijstellingsregime te analyseren zodat op basis daarvan de diverse beleidsopties kunnen worden vergeleken. Er dient tevens te worden onderzocht of er een verband bestond tussen het gebruik van de vrijstellingen na de omzetting van de Prospectusrichtlijn in 2005 en de financiële crisis²²⁹⁰. Dit economisch onderzoek zou ten slotte ook moeten rekening houden met het juridisch karakter van het huidige aanbiddingsvrijstellingenregime alsook de divergenties inzake de omzetting daarvan die hieronder worden behandeld.

2.2.4. Het juridisch karakter van de aanbiddingsvrijstellingen

570. HET JURIDISCH KARAKTER VAN DE AANBIDDINGSVRIJSTELLINGEN. Er is ook relatief weinig geschreven over de samenlezing van, en wisselwerking tussen, de verschillende vrijstellingen. Nochtans is dat laatste verre van evident. Dit zal vooral het geval zijn indien een aanbidding *geografisch*, *structureel* of *temporeel* wordt opgesplitst²²⁹¹, al dan niet met het oogmerk om optimaal gebruik te maken van deze vrijstellingsregeling²²⁹². Een geografische opsplitsing vindt plaats wanneer één uitgevende instelling een openbare aanbidding splitst tussen meerdere lidstaten. Een structurele opsplitsing vindt plaats wanneer een openbare aanbidding wordt gesplitst in gedeelten die elk onder één of meerdere vrijstellingen vallen. Een temporele opsplitsing vindt plaats door een “moeder-aanbidding” op te splitsen in afzonderlijke, opeenvolgende aanbiddingen, waarvoor elk afzonderlijk de vrijstellingen kunnen gelden²²⁹³. Uiteraard kunnen geografische, structurele of temporele opsplitsingen ook gecombineerd worden, hetgeen in de internationale praktijk vaak het geval zal zijn.

571. AUTONOOM KARAKTER. De vrijstellingen zijn in elk geval autonoom²²⁹⁴. Dit wil zeggen dat zij elk afzonderlijk moeten en kunnen worden toegepast. Indien een aanbidding zo gestructureerd wordt dat ze gericht is aan minder dan 100 personen per lidstaat, is ze in elk geval niet-prospectusplichtig, ook al is aan geen enkele andere vrijstelling voldaan. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn bij zogenaamde *controlled auctions* (veilingen van ondernemingen) waarbij de veiling strikt is beperkt tot maximaal 100 personen per lidstaat die voor eigen rekening en in eigen naam optreden²²⁹⁵. Bovendien zijn ze autonoom in de zin dat ze enkel gelden als vrijstellingen van de prospectusplicht op grond van de openbare aanbidding-regels; ze gelden niet als vrijstellingen van de prospectusplicht op grond van de

Press, 2008 (503 p.), 314, 320.

²²⁸⁹ B. FRANCOIS, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.), 249.

²²⁹⁰ Zie tevens de algemene inleiding.

²²⁹¹ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 193.

²²⁹² J. DALHUIZEN, “Financial Services, Products, Risks and Regulation”, *European Business Law Review*, 2007, 819, 1077: “One may expect that these exemptions will lead to new structures devised around them, specially for the international (eurobond) markets”. Zie tevens 1079-1080.

²²⁹³ Dit lijkt mogelijk gemaakt te zijn door de ruime definitie van “openbare aanbidding”; bovendien bestaat voor de aanbiddingsvrijstellingen van art. 3.2 – behalve in het geval van art. 3.2.e5 – geen vereiste dat de grenzen of drempels berekend moeten worden “over een periode van twaalf maanden”.

²²⁹⁴ Dit volgt uit de terminologie “en/of”.

²²⁹⁵ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1625.

toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt²²⁹⁶. Niettemin moet, voor wat betreft het autonoom van de *de minimis* drempel van 100.000 EUR een nuancering gemaakt worden. Het is op heden onduidelijk of deze drempel geldt voor elke lidstaat uitzonderlijk of voor het gehele E.E.A. grondgebied. Dit maakt uiteraard een wereld van verschil : ofwel is, in de hypothese dat een openbare aanbidding op het grondgebied van de gehele E.E.A. zou plaatsvinden, de maximale drempel 100.000 EUR (indien de drempel voor de gehele E.E.A. geldt) ofwel 3.000.000 EUR (indien de drempel voor elk van de dertig lidstaten geldt). Hoewel op basis van een tekstuele lezing van de Prospectusrichtlijn men beide stellingen kan beargumenteren, heeft CESR in haar Q&A gesteld dat : “[Question] Should the total consideration of the offer be calculated on EEA-wide basis or country by country basis? [Answer] The Commission Services consider that the limit should be calculated on EEA-wide basis”²²⁹⁷. VAN DIJK, DUMOULIN EN DEN TONKELAAR stellen in dat verband dat het niet duidelijk is of deze positie van CESR ook betekent dat de *de minimis* drempel van 100.000 EUR voor alle E.E.A. lidstaten tezamen moet worden berekend²²⁹⁸.

572. CUMULATIEF KARAKTER. De verschillende vrijstellingen zijn bovendien cumuleerbaar²²⁹⁹. Uit de verwijzing in de Prospectusrichtlijn naar “en/of” kan men afleiden dat de vrijstellingen cumulatief kunnen worden toegepast op één en dezelfde aanbidding²³⁰⁰. Niettemin bestaat een mogelijk probleem ten aanzien van de cumulatie met de vrijstelling voor gekwalificeerde beleggers. Deze vrijstelling is immers enkel van toepassing op aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die “uitsluitend” gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers. Betekent dit dat, indien één en dezelfde aanbidding gericht is zowel aan 50 gekwalificeerde beleggers als aan 90 niet-gekwalificeerde personen, de vrijstelling voor gekwalificeerde beleggers niet toepasselijk zal zijn? Op grond van een lezing van de tekst – en bij gebrek aan enige andersluidende indicatie in de voorbereidende werken – lijkt een letterlijke en restrictieve lezing van de tekst van de Prospectusrichtlijn zich op te dringen. Conceptueel zou dat betekenen dat, indien bijvoorbeeld effecten voor het ene gedeelte aan gekwalificeerde beleggers en voor het andere gedeelte aan een ruimer publiek (indien deze beleggers voor minimaal 50.000 EUR inschrijven) worden aangeboden, geen gebruik kan worden gemaakt van de vrijstelling voor “een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbidding van effecten”. In dergelijk geval moet o.i.

²²⁹⁶ Dit blijkt uit de structuur van art. 3 Prospectusrichtlijn, alsook uit de formulering van art. 3.2 Prospectusrichtlijn en de hierboven beschreven historiek. Zie tevens (in Frankrijk) Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 154 : “L’admission à la négociation sur un marché réglementé n’étant pas visée par ces dispositions, les opérations de même nature réalisées dans ce cadre seraient donc a contrario soumises au régime de l’APE [appel public à l’épargne]”; (in Nederland) Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563 : “De in dit artikel opgenomen uitzonderingen op het verbod van artikel 5:2 zijn alleen van toepassing, indien het aanbiddingen van effecten aan het publiek betreft”.

²²⁹⁷ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 16.

²²⁹⁸ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1626 : “Het standpunt van de Europese Commissie is dat het bedrag van de tegenwaarde van een aanbidding moet worden berekend voor alle EU/EER-staten tezamen [Question 25] Of dat betekent dat het bedrag van € 100.000 van art. 5:3 lid 1 sub e voor alle EU/EER-staten tezamen moet worden berekend, is niet duidelijk”.

²²⁹⁹ L.E. DE BEER en P. ZIJP, “De prospectusrichtlijn: de eerste tweehalve laag van Lamfalussy”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140, op 143: “Alle uitgezonderde aanbiedingen zoals opgenomen in art. 3 lid 2 van de Richtlijn kunnen cumulatief worden gebruikt. Dit in tegenstelling tot het huidige beleid van de AFM waarin bijvoorbeeld een aanbidding aan buitenlandse beleggers en aan één Nederlandse ingezetene niet is vrijgesteld van de plicht een prospectus openbaar te maken, alhoewel afzonderlijk een aanbidding aan uitsluitend buitenlandse beleggers en een één-op-één-aanbidding allebei wel zijn uitgezonderd van de prospectusplicht”.

²³⁰⁰ Dat wordt tevens bevestigd door de Nederlandse wetgever (Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563); zie ook STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER, D. VAN EVERDINGEN EN R. RAAS), Brief van 19 juni 2005 (4 p.), 2 (zie verder hieronder). TUINSTRAS stelt hieromtrent dat “[d]e [...] vrijstellingen mogen worden gecombineerd” (H. TUINSTRAS, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44, op 47; op te merken is dat in de door ons gebruikte terminologie hij naar de *cumulatie* van meerdere vrijstellingsgronden verwijst).

worden aangenomen dat enkel kan gebruik gemaakt worden van de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR en niet van de vrijstelling voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers. Dit zou in de praktijk betekenen dat in veel gevallen geen gebruik gemaakt kan worden van de vrijstelling voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers, weze het dat gekwalificeerde beleggers in de regel zelf zullen investeren voor een bedrag dat aanmerkelijk hoger zal zijn dan 50.000 EUR (en waardoor zij bijgevolg onder de vrijstelling zullen vallen voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR)²³⁰¹. Hoewel dit conceptueel probleem zich om deze reden in de praktijk niet scherp zal stellen, moet wel worden nagegaan of de *selling restrictions* en eventuele *underwriting agreements* in dat opzicht correct zijn (deze mogen bijgevolg niet uitsluitend verwijzen naar de vrijstellingen voor gekwalificeerde beleggers). Dit laatste kan delicaat zijn indien – al dan niet in een *retail cascade* – een openbare aanbieding zal plaatsvinden in een aantal tussenstappen via een aantal gekwalificeerde beleggers die tevens financiële intermediair zijn; waarbij het immers veelal essentieel zal zijn dat deze tussenstappen zelf vrijgesteld zullen zijn van de prospectusplicht²³⁰². Een soortgelijk probleem stelt zich indien effecten deels worden aangeboden aan gekwalificeerde beleggers en aan minder dan 100 personen die geen gekwalificeerde beleggers zijn. Echter, hier zal zich normaliter geen praktisch probleem stellen gezien de vrijstelling voor minder dan 100 personen per lidstaat uitdrukkelijk bepaalt dat gekwalificeerde beleggers niet mogen worden meegerekend²³⁰³. Zal met andere woorden een aanbieding in een lidstaat vrijgesteld zijn, indien beleggingsinstrumenten aangeboden worden aan 120 personen, waarvan de helft tevens een gekwalificeerde belegger is? Luidens de tekst van de Prospectusrichtlijn lijkt het antwoord daarop positief: de 60 gekwalificeerde beleggers tellen voor de berekening van de 100 personen drempel niet mee²³⁰⁴. Meer fundamenteel moet echter de vraag gesteld worden wat het voordeel is van het criterium dat de aanbieding “uitsluitend” moet zijn gericht aan de gekwalificeerde beleggers. Op basis van de harmonisatietest – en in het bijzonder de efficiëntie van de financiële intermediatie – worden de kosten en onzekerheid maximaal gereduceerd indien de uitgevende instelling zeker zal zijn dat een aanbieding aan een gekwalificeerde belegger vrijgesteld is van de prospectusplicht, en omgekeerd, dat een gekwalificeerde belegger met zekerheid weet dat een investering van een vrijstelling geniet. Bovendien zien we geen negatieve implicaties indien het woord “uitsluitend” geschrapt zou worden in art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Om genoemde redenen menen we dat *de lege ferenda* het volgende voorstel moet worden overwogen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De prospectusplicht geldt niet voor de volgende categorieën aanbiedingen: [...] een uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten [...]

573. COMBINEERBAARHEID – EERSTE VRAAG. Een andere vraag betreft de combineerbaarheid van de vrijstellingen²³⁰⁵. Hier rijst een dubbele vraag. Ten eerste: leidt het niet vervuld zijn van de vrijstellingsvoorwaarde in één lidstaat automatisch tot een openbare aanbieding in alle andere relevante

²³⁰¹ Wel kan het nog steeds het geval zijn dat in dergelijk geval gekwalificeerde beleggers voor minder dan 50.000 EUR zouden beleggen, wat zou betekenen dat noch de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR, noch de vrijstelling voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers van toepassing zou zijn.

²³⁰² Zie daaromtrent de bespreking in *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.2*.

²³⁰³ Zie de tekst van 3.2.b Prospectusrichtlijn: “een aanbieding van effecten aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn” (eigen cursivering).

²³⁰⁴ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1625.

²³⁰⁵ Deze vraag rijst onder meer bij geografisch en structureel opgesplitste aanbiedingen.

lidstaten? De CSSF stelde daarover dat het feit dat een aanbieding in Luxemburg wel een aanbieding aan het publiek is, deze niet noodzakelijk een aanbieding aan het publiek is in de andere lidstaten waar deze aanbieding gedaan wordt: “[e]n pratique, dans le cas, par exemple, d’une offre de valeurs mobilières au Luxembourg adressée à plus de 99 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, l’obligation de publier un prospectus n’est en fait générée qu’au Luxembourg et non pas nécessairement de façon automatique dans tous les Etats membres. Une éventuelle obligation de publier un prospectus doit être évaluée séparément par rapport à la législation de chacun des pays dans lesquels une offre aura lieu”²³⁰⁶. Dit kan men beschouwen als de minder strikte interpretatie van het vrijstellingsregime waarbij de vrijstellingen lidstaat per lidstaat worden beoordeeld. Dit is evenwel geen evidentie. Een striktere interpretatie is namelijk mogelijk, waarbij het vrijstellingsregime – en in het bijzonder de vrijstellingsgrond voor een aanbieding aan minder dan 100 personen per lidstaat – dient te worden beoordeeld voor het gehele grondgebied waarop de aanbieding plaatsvindt. Een tekstuele lezing van art. 3.2 Prospectusrichtlijn lijkt immers eerder te impliceren dat de vrijstellingsgronden moeten worden beoordeeld per aanbieding, en niet per grondgebied. Dat blijkt ten eerste indien de wijze waarop art. 3.1 Prospectusrichtlijn geformuleerd is (waarin wordt verwezen naar het “grondgebied” van de lidstaten), wordt vergeleken met de formulering van art. 3.2 Prospectusrichtlijn (waarin dergelijk territoriaal afbakeningscriterium niet voorkomt). Bovendien verwijst art. 3.2.b Prospectusrichtlijn naar “een aanbieding [...] aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen *per lidstaat* [...]” (eigen cursivering). Een tekstuele lezing daarvan lijkt eerder in de richting te wijzen dat indien een aanbieding plaatsvindt waarbij in de ene lidstaat effecten worden aangeboden aan minder dan 100 personen, terwijl in de andere lidstaat effecten worden aangeboden aan meer dan 100 personen, deze aanbieding in geen enkele van deze lidstaten kan genieten van dergelijke vrijstelling. In het rechtsvergelijkend onderzoek in de volgende afdeling zal worden onderzocht welke van de onderzochte jurisdicties heeft gekozen voor de striktere interpretatie en welke heeft geopteerd voor de minder strikte interpretatie. In elk geval werd recent door VON LACKUM, MEYER EN WITT gesteld dat de co-existentie van deze twee interpretaties tot praktische moeilijkheden kan leiden: “[t]he first interpretation applies this regulation only on an EU-wide basis, i.e. if the offer is addressed to at least 100 shareholders in one member state, the exemption does not longer apply to any member state. Therefore, if there are less than 100 target shareholders in France, but at least 100 target shareholders in Italy, a securities prospectus would have to be published both in France and Italy [...] The second interpretation applies this exemption on a per-member state basis, i.e. determines the number of shareholders separately for each and every member state in which the securities [...] are offered [...]. Thus, if there are less than 100 target shareholders in France, but at least 100 target shareholders in Italy, the bidder would be obliged to publish a securities prospectus in Italy, but not in France”²³⁰⁷. Deze auteurs menen dat CESR zal moeten ingrijpen. Echter, totdat meer duidelijkheid op CESR niveau bestaat, is het raadzaam om met elke relevante toezichthoudende overheid na te gaan of deze akkoord gaat met de interpretatie van de uitgevende instelling²³⁰⁸. We zijn het met deze stelling eens. *De lege lata* lijkt het bovendien dat de meer strikte interpretatie tekstueel het meest aansluit bij art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Tegen zulke interpretatie kan evenwel worden opgeworpen dat zij kan leiden tot een significante inefficiëntie in de intermediatie. Indien in één lidstaat een niet-vrijgestelde aanbieding plaatsvindt, terwijl in een andere lidstaat een beroep wordt gedaan op een vrijstelling, zal de uitgevende instelling moeten nagaan bij de toezichthoudende overheden van de verschillende lidstaten waar de vrijgestelde aanbieding zou plaatsvinden of de openbare aanbieding in de ene jurisdictie een beroep op het vrijstellingsregime in de andere jurisdictie onmogelijk maakt. Dit kan een relatief complexe oefening worden, en kan aanzienlijke implicaties hebben qua timing of qua structurering van een

²³⁰⁶ Zie CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 6: “Lorsqu’une offre est faite dans un autre Etat membre, le prospectus approuvé par la CSSF en tant qu’autorité compétente de l’Etat membre d’origine pourra servir par la suite dans cet Etat membre sur base du ‘passeport’ européen”.

²³⁰⁷ Idem, 104.

²³⁰⁸ Idem, 105: “Until then it may be advisable to verify with each involved national supervisory authority which of the above mentioned interpretations is supported and whether a prospectus or the passporting of a prospectus is required [...]”.

grensoverschrijdende aanbieding. We komen hier verder op terug.

574. COMBINEERBAARHEID – TWEDE VRAAG. Er rijst immers een tweede vraag : zijn verschillende aanbiedingsvrijstellingen combineerbaar op één aanbieding die plaatsvindt op het grondgebied van meerdere lidstaten? Er zijn namelijk een hele reeks combinaties op geografisch opgesplitste aanbiedingen denkbaar. Is het bijvoorbeeld mogelijk om een aanbieding zo te structureren dat deze in één lidstaat beperkt is tot 99 personen, terwijl in een andere lidstaat méér dan 100 personen worden aangesproken maar gebruik wordt gemaakt van een andere vrijstelling, zoals de *de minimis* van 100.000 EUR? Deze vraag is overigens geenszins hypothetisch. Niet zelden zal een uitgevende instelling in enkele kernjurisdicties een openbare aanbieding doen, terwijl bijvoorbeeld in een aantal andere jurisdicties enkel aan werknemers de mogelijkheid wordt geboden op de effecten (of opties daarop) in te schrijven. De tekst van de Prospectusrichtlijn sluit een dergelijke combineerbaarheid nergens expliciet uit²³⁰⁹. Anderzijds wordt nergens bevestigd dat verschillende vrijstellingen afhankelijk van de lidstaat gecombineerd kunnen worden²³¹⁰, en bovendien zal deze tweede vraag *de facto* meestal negatief beantwoord moeten worden, indien één van de relevante jurisdicties heeft gekozen voor de meer strikte interpretatie dat het vrijstellingsregime dient te worden beoordeeld voor het gehele grondgebied waarop de aanbieding plaatsvindt²³¹¹. *De lege lata* menen we dat, net als in het antwoord op de eerste vraag, men de combineerbaarheid niet mag veronderstellen, en de toezichthoudende overheden van de lidstaten op wiens grondgebied gebruik zou worden gemaakt van een vrijstelling op voorhand moeten worden gecontacteerd om te verifiëren welke interpretatie deze lidstaten dienaangaande hanteren. Andermaal – en om de hierboven aangegeven redenen – moet vastgesteld worden dat dit kan resulteren in een aanzienlijke inefficiëntie van de financiële intermediatie. *De lege ferenda* lijkt het ons op basis van de harmonisatietest wenselijk dat deze divergentie wordt geredigeerd door een regeling die uniform is en daardoor de transactiekosten reduceert en de rechtszekerheid verhoogt.

575. COMBINEERBAARHEID – *DE LEGE FERENDA* VOORSTEL. Of voor de striktere of minder strikte interpretatie wordt gekozen, is in wezen een beleids optie. Immers, in de hypothese dat de striktere interpretatie toepassing vindt in alle lidstaten, zal in meer gevallen een openbare aanbieding plaatsvinden, die niet zal kunnen genieten van een aanbiedingsvrijstelling. Bovendien zou het in dergelijk geval veel moeilijker zijn om verschillende vrijstellingen te combineren op één aanbieding die plaatsvindt op het grondgebied van meerdere lidstaten. Indien daarentegen alle lidstaten verplicht zouden zijn te kiezen voor de minder strikte interpretatie, zal de vrijstellingsregeling aanzienlijk uitgebreid worden. In dat geval zal immers niet alleen lidstaat per lidstaat worden beoordeeld of aan één van de vrijstellingen voldaan is, maar zullen ook in principe verschillende vrijstellingen combineerbaar zijn op één aanbieding die plaatsvindt op het grondgebied van meerdere lidstaten. De beleids optie die

²³⁰⁹ Het zal er niettemin in de eerste plaats van afhangen de lokale toezichthoudende overheid van de wettelijkheid van een bepaalde structuur te overtuigen. De communautaire reikwijdte van een prospectusgoedkeuring impliceert dat wanneer bijvoorbeeld een toezichthouder van een andere lidstaat een prospectus heeft goedgekeurd, een toezichthouder van een andere lidstaat geen administratieve of goedkeuringsprocedure meer mag starten ten aanzien van dergelijk prospectus (en a fortiori ook de daarin vervatte aanbiedingsstructuur).

²³¹⁰ J. VON LACKUM, O. MEYER en J.-A. WITT, “The Offering of Shares in a Cross-Border Takeover”, *European Company and Financial Law Review*, 2008, vol. 5, nr. 1, 101, 103-104: “The problems arising from an application of this exemption in practice are twofold: first, the wording of the provision is ambiguous as to whether it can be invoked only on an EU-wide basis or on a per-member state basis; second, this provision does not contain any hint as to the determination of the number of shareholders in different scenarios (with or without a share register/ledger) or to a relevant record date”.

²³¹¹ In het genoemde voorbeeld waarbij een aanbieding plaatsvindt in lidstaat A die beperkt is tot 99 personen, terwijl in lidstaat B méér dan 100 personen worden aangesproken maar gebruik wordt gemaakt van de *de minimis* van 100.000 EUR, en in de veronderstelling dat in lidstaat B de strengere interpretatie geldt, zal volgens die lidstaat immers een openbare aanbieding plaatsvinden. Volledigheidshalve kan wel worden opgemerkt dat er bepaalde hypothesen mogelijk zijn waarbij diverse aanbiedingsvrijstellingen worden gecombineerd op zulke wijze dat geen openbare aanbieding kan ontstaan, ondanks het feit dat de lidstaten zouden gekozen hebben voor de strengere interpretatie (één van de – weinige – voorbeelden daarvan zou een combinatie zijn van een aanbieding van effecten voor een minimale inschrijving van 50.000 EUR in lidstaat A een aanbieding plaatsvindt van effecten met een nominale waarde van 50.000 EUR).

dienaangaande genomen kan – en o.i. moet – worden, zal bijgevolg reflecteren in welke mate de Europese regelgever de vrijstellingsregeling wil uitbreiden of beperken (terwijl deze beleids optie nu door de lidstaten is genomen). Wel kan gewezen worden op onze eerdere bespreking van de impliciete territoriale opsplitsing die besloten is in de “openbare aanbidding”-notie van de Prospectusrichtlijn²³¹². Eenzelfde conclusie past hier : net zoals werkelijke “pan-Europese openbare aanbiddingen” niet bestaan, zijn – in de minder strikte interpretatie – ook de vrijstellingen opgesplitst per lidstaat. Ook hier lijkt het vreemd dat gekozen is voor een territoriale benadering van een concept dat in wezen niet territoriaal is en dat, gegeven de doelstellingen van marktintegratie, waardoor de financiële markten in Europa – in de minder strikte interpretatie – conceptueel opgesplitst worden met het oog op het al dan niet toepasselijk zijn van de vrijstellingen. Om deze reden hebben we hierboven *de lege ferenda* het voorstel gedaan om te voorzien in een automatisch Europees paspoort²³¹³. Onder dit automatisch paspoort zou een uitgevende instelling die een openbare aanbidding doet in één lidstaat, door de goedkeuring van het prospectus door de bevoegde toezichthoudende overheid, automatisch (van rechtswege) een Europees paspoort verkrijgen om haar effecten ook in alle andere lidstaten aan te bieden (indien en waar zij dat wenst), zonder enige verdere inmenging van de respectievelijke lidstaten van ontvangst. Door zulk automatisch paspoort kunnen uitgevende instellingen immers zelf bepalen in welke regio’s zij hun effecten actief promoten, maar zij kunnen dat zelf doen én vanuit de veronderstelling dat de goedkeuring in de lidstaat van herkomst ook meteen een goedkeuring inhoudt voor de hele E.E.R. Eenzelfde redenering zou gemaakt kunnen worden bij de formulering van een *de lege ferenda* keuze voor de striktere of minder strikte interpretatie van de vrijstellingsregeling. De minder strikte interpretatie bevestigt immers conceptueel de territoriale segmentering tussen de verschillende financiële markten, waarbij – ook in de praktijk – een aanbidding geografisch kan worden opgesplitst in verschillende aanbiddingen die in de verschillende lidstaten plaatsvinden en daar al dan niet zijn vrijgesteld; de uitgevende instelling – en alle marktactoren inclusief raadgevers – worden op deze wijze gedwongen in een *territoriale logica* te denken. Dit systeem doet daardoor, zo kan men stellen, het omgekeerde van wat het beoogt te doen : in plaats van bij te dragen tot de integratie van de markten, segmenteert het de markten. Om deze reden kan *de lege ferenda* worden voorgesteld om de toepasselijkheid van de vrijstellingen niet lidstaat per lidstaat afzonderlijk te onderzoeken, maar voor alle lidstaten waar effecten worden aangeboden tezamen. Wel zou in dat geval moeten worden gepreciseerd dat enkel de aanbidding relevant zal zijn waarbij de effecten definitief geplaatst worden : de tussentijdse plaatsingen door financiële intermediairs om de effecten zo efficiënt mogelijk te distribueren bij de beleggers bij wie de effecten definitief geplaatst worden, zijn immers in principe niet relevant; voor deze tussentijdse plaatsingen geldt immers de regeling die *de lege lata* reeds is voorzien in art. 3.2, *in fine*, Prospectusrichtlijn. We verwijzen wat dat laatste betreft andermaal naar afdeling 2 van Hoofdstuk 2.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De voorwaarden onder a) tot en met e) kunnen gecombineerd worden. Indien echter voor een aanbidding waarbij de effecten definitief geplaatst worden in één of meerdere lidstaten aan geen enkele van de voorwaarden onder a) tot en met e) is voldaan, zullen de voorwaarden geacht worden voor alle lidstaten niet voldaan te zijn²³¹⁴.

576. REPETITIEF KARAKTER. Een hiermee verband houdende vraag betreft de mate waarin de

²³¹² Zie Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.

²³¹³ Idem.

²³¹⁴ De alternatieve beleids optie zou erin bestaan toe te voegen : “Er zal voor elke lidstaat afzonderlijk beoordeeld worden of een aanbidding in die lidstaat wel of niet aan de voorwaarden onder a) tot en met e) voldoet”.

aanbiedingsvrijstellingen repetitief kunnen worden toegepast op temporeel opgesplitste aanbiedingen. Temporeel opgesplitste aanbiedingen vallen grotendeels onder de doorverkoop-regeling, op basis waarvan elke doorverkoop van effecten die voorheen vrijgesteld waren onder een aanbiedingsvrijstelling, als een afzonderlijke aanbieding moet worden aangemerkt die zelf al dan niet prospectusplichtig is²³¹⁵. Niettemin werd bij de omzetting van de Prospectusrichtlijn in het Verenigd Koninkrijk, door de UK Treasury de bezorgdheid geuit dat aanbiedingen temporeel zouden worden opgesplitst in opeenvolgende aanbiedingen die elk binnen een vrijstelling vallen (met name de safe harbour voor minder dan 100 personen per lidstaat)²³¹⁶. Om deze reden werd voorgesteld om in de *Prospectus Rules* uitdrukkelijk te stellen dat bij een aanbieding door één persoon, alle effecten van dezelfde categorie worden samengeteld gedurende een periode van 12 maanden nadat de aanbieding voor het eerst plaatsvond²³¹⁷. In de uiteindelijke *Prospectus Rules* is deze voorgestelde toevoeging echter weggevalen²³¹⁸: “[t]he issue of whether successive offers of securities constitute a single offer for the purposes of this exemption will need to be determined with reference to the details of each case. It will be for the FSA to ensure that any potential for ambiguity is not abused”²³¹⁹. Deze redenering volgende, kan gesteld worden dat een zekere herhaling niet uitgesloten is, maar dat éézelfde aanbieding niet artificieel temporeel kan worden opgesplitst. Een dergelijke “marginale controle”, op basis van de concrete omstandigheden van een aanbieding, zal in principe door de bevoegde toezichthouder van de lidstaat van herkomst dienen te gebeuren²³²⁰. Hierop kan kritiek worden geuit, aangezien op deze wijze andermaal divergenties kunnen ontstaan waardoor de rechtszekerheid en de efficiëntie van de intermediatie wordt aangetast. Zo kan wat in de ene lidstaat wettelijk wordt geacht, in een andere lidstaat worden beschouwd als een misbruik. *De lege ferenda* past bijgevolg o.i. eveneens duidelijkheid, waarbij het te overwegen valt te voorzien in een principieel verbod op misbruik²³²¹ dat – wegens de casuïstische aard – door CESR moet geïmplementeerd worden waarbij op Lamfalussy niveau 3. In zekere zin wordt daarmee overigens aanknoopt bij één van de posities die CESR heeft ingenomen in de *Frequently Asked Questions* in september 2007, namelijk dat: “Competent authorities have the power to take enforcement actions if they consider that a transaction has been structured to circumvent the provisions of the Directive”²³²². Het is o.i. daarbij essentieel dat voorzien zal worden in geharmoniseerde criteria teneinde divergente toepassingen door de lidstaten te vermijden en de rechtszekerheid voor de uitgevende instellingen te vrijwaren.

²³¹⁵ Art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Tevens kan verwezen worden naar art. 3.2.e Prospectusrichtlijn waarin bepaald wordt dat wordt vrijgesteld van de prospectusplicht: “een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100 000 EUR. Dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden” (eigen cursivering). Stel dat een aanbieding geniet van de *de minimis* vrijstelling, maar achteraf blijkt dat over een periode van 12 maanden de tegenwaarde toch meer was dan 100.000 €. In dat geval zal de eerdere aanbieding o.i. moeten worden geherkwalificeerd als een openbare aanbieding, aangezien de vrijstelling niet van toepassing was – en waarvoor bij hypothese dan onterecht geen prospectus is gepubliceerd, met alle potentiële aansprakelijkheid vandien.

²³¹⁶ HM Treasury (i.s.m. de FSA), *UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document*, oktober 2004, 24, nr. 4.20: “[i]mplementation in this way seeks to avoid the circumstances where successive offers of the same securities are made by the same person to fewer than 100 people in order to avoid the obligation to publish a prospectus. This approach is consistent with that adopted by the FSA for the Listing particulars under the existing Listing regime”.

²³¹⁷ *Idem*, nrs. 4.18 en 4.19.

²³¹⁸ De redenen die daartoe in het *Feedback Statement* van de *Treasury* werden aangehaald omvatten enerzijds de kritiek dat dit een vorm van *goldplating* was die de Engelse regelgeving in een negatieve positie zou plaatsen en anderzijds de praktische moeilijkheden die zulke samentelling – indien deze correct moet gebeuren – zou veroorzaken (zie HM Treasury, *Feedback Statement to Prospectus Directive Consultation Document*, ongedateerd, 5).

²³¹⁹ Zie HM Treasury, *Feedback Statement to Prospectus Directive Consultation Document*, ongedateerd, 5.

²³²⁰ In dergelijk geval dient de vrijgestelde aanbieding geherkwalificeerd te worden als een openbare aanbieding (tenzij deze alsnog van een andere vrijstellingsgrond zou genieten), aangezien per hypothese de aanbiedingsvrijstellingen misbruikt werden en in beginsel niet van toepassing waren op de aanbieding.

²³²¹ Dit dient o.i. evenwel gefundeerd te zijn op een miskenning van de doelstelling van de prospectusplicht (zie *Deel 1, Hoofdstuk 1*).

²³²² CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 16 (met betrekking tot de berekening van de drempel van 2.500.000 EUR van art. 1.2.h van de Prospectusrichtlijn).

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

Het is een uitgevende instelling of een aanbieder verboden om aanbiedingen op een kunstmatige wijze te structureren zodat voldaan wordt aan de voorwaarden onder a) tot en met e) en waarbij de doelstelling van de prospectusplicht wordt miskend. CESR zal aan deze bepaling uitvoering geven door geharmoniseerde criteria uit te werken en te bepalen in welke mate dit verbod toepassing zal vinden.

2.3. TOETSING VAN DE OMZETTINGSBENADERINGEN IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

577. STRUCTUUR. In deze afdeling wordt ingegaan op de wijze waarop de onderzochte jurisdicties de aanbiedingsvrijstellingen hebben omgezet. We volgen daarbij telkens hetzelfde stramien waarbij we, voor elk van deze jurisdicties, ingaan op, achtereenvolgens (i) de gekwalificeerde beleggers-vrijstelling, (ii) de 100 personen-drempel, (iii) de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR, (iv) de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale nominale waarde van 50.000 EUR en (v) de *de minimis*-vrijstelling.

2.3.1. Analyse van de omzetting in België

578. SAFE HARBOURS EN GEEN VRIJSTELLINGEN. Artikel 3, §2 van de Prospectuswet bepaalt een aantal categorieën van aanbiedingen die vermoed worden geen openbaar karakter te hebben en derhalve geheel buiten het toepassingsgebied van de Prospectuswet vallen. Het betreft hier aldus een safe harbour. De Belgische wetgever is bijgevolg afgeweken van de Prospectusrichtlijn. Immers, zoals hierboven aangegeven, zijn in de logica van de Prospectusrichtlijn de aanbiedingen in kwestie openbare aanbiedingen, die echter niet-prospectusplichtig zijn. De Belgische wetgever gaat een stap verder door deze aanbiedingen die zijn vrijgesteld van de prospectusplicht “te beschouwen als aanbiedingen die geen openbaar karakter hebben”²³²³. De rechtvaardiging aangehaald door de Belgische wetgever, is dat hiermee “dezelfde logica [...] als in de huidige reglementering” gevolgd kon worden²³²⁴. De vrijstellingscriteria van de richtlijn zijn met andere woorden omgezet in openbaarheidscriteria²³²⁵. Om deze reden is het preciezer om inzake de Belgische Prospectuswet te spreken over “uitgesloten” – in plaats van “vrijgestelde” – verrichtingen, en kan men het eveneens hebben over een werkelijke “safe harbour”. Deze safe harbour-regeling betekent tevens het einde van de criteria voor openbare aanbiedingen die vervat zijn in hoofdstuk II van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbare karakter van financiële verrichtingen²³²⁶. Die criteria worden nu vervangen door de criteria die zijn opgenomen in art. 3, §2 van de wet.

579. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN AAN GEKWALIFICEERDE BELEGGERS. Aanbiedingen van effecten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers worden niet als een openbare aanbieding van effecten beschouwd²³²⁷. Dit is (buiten het safe harbour karakter) een getrouwe

²³²³ M.v.T. Prospectuswet, 11.

²³²⁴ M.v.T. Prospectuswet, 11 en 27.

²³²⁵ Zie tevens M.v.T. Prospectuswet, 27.

²³²⁶ Zie *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.3.*

²³²⁷ Art. 3, §2, a van de Prospectuswet.

omzetting van art. 3.2.a van de Prospectusrichtlijn. Zoals reeds eerder aangegeven, wordt op de notie van de “gekwalificeerde beleggers” ingegaan in afdeling 3 hieronder.

580. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN AAN “MINDER DAN 100 PERSONEN”. Aanbiedingen van effecten die gericht zijn aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen, per lidstaat van de E.E.R., die geen gekwalificeerde beleggers zijn, zullen eveneens beschouwd worden als niet-openbaar²³²⁸. Er kan herhaald worden dat een aanbieding aan precies 100 personen niet van de safe harbour kan genieten : de aanbieding mag enkel gericht zijn aan maximaal 99 afzonderlijke personen. Verschillende rechtspersonen binnen één vennootschapsgroep zullen daarbij als afzonderlijke personen gelden. In tegenstelling tot wat het geval is in de meeste andere lidstaten (zie de randnummers hieronder), heeft de wetgever zich niet uitgesproken omtrent de vraag wat het effect is indien in een andere lidstaat deze drempel wordt overschreden. Impliceert dat laatste dat ook in België geen gebruik meer gemaakt kan worden van de safe harbour, of mag men voor de toepassing van de Belgische safe harbour daarvan abstractie maken? Op basis van de tekst van de Prospectuswet – die uitdrukkelijk verwijst naar “per lidstaat van de Europese Economische Ruimte” – en in het verlengde van de discussies daaromtrent in Duitsland, Nederland en het Verenigd Koninkrijk, menen we dat voor de toepassing van deze Belgische safe harbour, in elke lidstaat van de E.E.R. de drempel moet geëerbiedigd zijn²³²⁹; zoniet zal ook in België sprake zijn van een openbare aanbieding (tenzij een andere safe harbour zou gelden).

581. VERGELIJKING MET HET KONINKLIJK BESLUIT VAN 7 JULI 1999. Conceptueel is deze vrijstelling nieuw voor de Belgische rechtsorde. Volgens het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen was er sprake van een openbare uitgifteverrichting onder meer in het geval van “het aanwenden door de emittent of in zijn opdracht van reclamemiddelen, van welke aard ook, die de uitgifteverrichting beogen aan te kondigen of aan te bevelen en die gericht zijn tot meer dan 50 personen in België”²³³⁰ of “het solliciteren, door de emittent of voor zijn rekening, van meer dan 50 personen”²³³¹. De vrijstelling was met name impliciet : door onder deze grens te blijven kon het niet-openbaar karakter van een bepaalde aanbieding gevrijwaard worden. Dit principe was echter onderhevig aan uitzonderingen : indien beroep gedaan werd op of de tussenkomst werd gevraagd van één of meer bemiddelaars die zich vervolgens tot het publiek konden richten²³³², was de 50 personen-grens niet relevant. Bovendien, aangezien de criteria van artikel 3 van het koninklijk besluit niet-exhaustief waren, hadden deze niet het karakter van een echte en sluitende safe harbour²³³³.

582. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN BOVEN DE 50.000 EUR. Twee vrijstellingen kunnen samen worden behandeld. Aanbiedingen zijn niet openbaar indien ze gericht worden aan beleggers die, bij elke afzonderlijke aanbieding, effecten verkrijgen voor een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 EUR per belegger²³³⁴. Hetzelfde geldt voor aanbiedingen met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR²³³⁵. Wat de eerste vrijstellingsgrond betreft, bestond een soortgelijke vrijstelling – doch met hogere drempel – reeds in het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen. Uitgifteverrichtingen waren immers niet openbaar wanneer zij een tegenprestatie van ten minste 250.000 EUR per belegger vereisten²³³⁶. In de

²³²⁸ Art. 3, §2, b van de Prospectuswet.

²³²⁹ Zie ook de bespreking hierboven, met betrekking tot het combineerbaar karakter van de aanbiedingsvrijstellingen.

²³³⁰ Behoudens gekwalificeerde beleggers (art. 3, 1° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999).

²³³¹ Tevens behoudens gekwalificeerde beleggers (art. 3, 3° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999).

²³³² Art. 3, 3° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999.

²³³³ D. NAPOLITANO, “Openbare aanbieding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 91, nr. 37.

²³³⁴ Art. 3, §2, c Prospectuswet.

²³³⁵ Art. 3, §2, d Prospectuswet.

²³³⁶ Art. 3, 1° van het koninklijk besluit van 9 juli 1999.

Prospectuswet wordt deze drempel substantieel verlaagd naar 50.000 EUR²³³⁷. Gezien bij een drempel van 250.000 EUR deze safe harbour reeds vaak gebruikt werd, kan verwacht worden dat deze vrijstelling van groot praktisch belang zal zijn²³³⁸. Niettemin is enige voorzichtigheid geboden. De vrijstellingsvoorwaarden gelden immers “bij elke afzonderlijke aanbieding” en “per belegger”; gezien een belegger – al dan niet via lastgeving of naamkening – juridisch kan optreden voor rekening van andere beleggers, moeten de aanbiedingsvoorwaarden waterdicht worden geformuleerd en zal het naar Belgisch recht nuttig zijn om te verduidelijken dat de belegger “in eigen naam en voor eigen rekening” zal optreden, en zelfs bevestiging te vragen dat hij optreedt voor eigen rekening.

583. DE *DE MINIMIS* SAFE HARBOUR. Tenslotte worden ook aanbiedingen met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR aangemerkt als niet-openbaar²³³⁹. Ten aanzien van deze vrijstellingsgrond wordt uitdrukkelijk aangegeven dat dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden²³⁴⁰.

584. KRITISCHE EVALUATIE. Hoewel de vrijstellingen zelf relatief correct zijn omgezet, heeft de Belgische wetgever ervoor gekozen deze te formuleren als een safe harbour. Hieronder – in 2.4 – zal daar verder op worden ingegaan.

2.3.2. Analyse van de omzetting in Nederland

585. HISTORISCH UITGANGSPUNT. Art. 3, eerste lid Wte 1995 verbood het in of vanuit Nederland bij uitgifte aanbieden van effecten buiten een besloten kring, dan wel het in het vooruitzicht stellen van een zodanige aanbieding door middel van advertenties of documenten²³⁴¹. Diverse elementen van deze regeling bleken echter onduidelijk. Zo werd het begrip “besloten kring” niet gedefinieerd. Volgens de

²³³⁷ M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105, 117. Volledigheidshalve kan worden toegevoegd dat ten aanzien van rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming art. 5 de wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, zoals gewijzigd door art. 81 Prospectuswet, blijft voorzien in een drempel van 250.000 EUR. Dat is een keuze die de Belgische wetgever kon maken aangezien die categorie van effecten ingevolge art. 1.2.a Prospectusrichtlijn buiten de geharmoniseerde prospectusplicht vallen (zie tevens art. 16, §1, 1^o Prospectuswet). Bovendien voorziet art. 5 van de wet van 20 juli 2004 ook nog eens in een safe harbour ten aanzien van de “andere effecten dan rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming”, hoewel deze reeds onder de safe harbour vallen van de Prospectuswet. Deze *overlap* is echter voor de zogenaamde “closed end instellingen voor collectief beheer” bijzonder problematisch aangezien, wat de safe harbour aanbiedingsvrijstellingen zij bijgevolg moeten voldoen aan zowel de criteria in de Prospectuswet als de criteria in de wet van 20 juli 2004. Zo zullen in de Prospectuswet aanbiedingen aan “gekwalificeerde beleggers” onder de safe harbour vallen, terwijl in de wet van 20 juli 2004 aanbiedingen aan “institutionele of professionele beleggers” gebruik kunnen maken van de safe harbour. Deze twee noties zijn echter niet identiek. O.i. gebiedt een voorzichtige lezing van beide bepalingen – die via dezelfde wet zijn ingevoerd – dat voor “closed end instellingen voor collectief beheer” aan beide criteria cumulatief moeten voldaan zijn. Het verschil tussen die twee noties is niet theoretisch. “Gekwalificeerde beleggers” zijn, zoals we verder zullen zien, onder meer beperkt tot “de in België gevestigde rechtspersonen die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om actief te mogen zijn op de financiële markten”. De notie van de wet van 20 juli 2004 is echter ruimer en omvat “Belgische en buitenlandse rechtspersonen die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om actief te mogen zijn op de financiële markten”. O.i. dienen bijgevolg ook de eventuele *selling restrictions* duidelijk aan te geven dat aan beide criteria moet zijn voldaan.

²³³⁸ O.i. wordt hierdoor de discussie omtrent het onderscheid tussen de MiFID “professionel belegger” en de “gekwalificeerde belegger”, waarnaar hierboven verwezen wordt, grotendeels hermetisch. Immers, in de praktijk zullen professionele beleggers, waarvan kan aangenomen worden dat zij de middelen en bekwaamheid hebben om zonder een prospectus een bepaalde aanbieding grondig te kunnen evalueren, doorgaans voor een bedrag investeren dat hoger is dan 50.000 € per belegger.

²³³⁹ Art. 3, §2, e Prospectuswet.

²³⁴⁰ Art. 3, §2, e, *in fine* Prospectuswet.

²³⁴¹ Zie o.m. A.C. METZELAAR, “Primaire Markt”, in : S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, 2002, Ars Aequi Libri, Nijmegen (307 p.), 81; R. RAAS, “Voorstellen tot implementatie van de Prospectusrichtlijn gepubliceerd”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 112 e.v.

voorbereidende werken bij de Wte 1995 moest – “hoewel aspecten van het individuele geval een rol spelen”²³⁴² – een aanbieding, om beschouwd te worden als een aanbieding die tot een besloten kring werd gericht, voldoen aan drie voorwaarden²³⁴³. Ten eerste moest de groep personen waaraan de aanbieding gericht is, beperkt van omvang zijn alsook nauwkeurig omschreven of bepaald. Ten tweede moesten deze personen in een “zekere relatie” staan tot degene die de aanbieding doet of de deelneming openstelt²³⁴⁴. Ten derde moest bij de presentatie duidelijk kenbaar worden gemaakt dat het ingaan op het aanbod tot het deelnemen uitsluitend aan de betreffende groep is voorbehouden. Zo was er sprake van een besloten kring indien de aanbieding zich richtte tot bijvoorbeeld de leden van een kleinschalige vereniging²³⁴⁵. Een ander voorbeeld betrof de aanbieding van eigen aandelen door een vennootschap aan de eigen werknemers²³⁴⁶. Het is belangrijk op te merken dat deze voorbeelden niet betekenden dat dergelijke situaties *ipso facto* als een aanbieding aan een besloten kring werden aangemerkt. De Nederlandse wetgever merkte uitdrukkelijk op dat “met deze voorbeelden slechts een zeer globale indicatie wordt gegeven van de wijze waarop de criteria gehanteerd kunnen worden, daar elk geval op zijn eigen merites en specifieke kenmerken beoordeeld moet worden”²³⁴⁷. Het is geen toeval dat de wazigheid van dergelijk criterium heeft geleid tot een belangrijk arrest van de Nederlandse Hoge Raad – het *Tjoeroeg-arrest* van 17 december 1996 – waarbij gesteld werd dat van een besloten kring slecht sprake kon zijn “voorzover tussen de effecten uitgevende instelling en de effecten nemende leden van die kring tevoren reeds een zodanige relatie bestond dat die leden daardoor van de bijzonderheden van de uitgevende instelling en van de aangeboden effecten redelijkerwijze op de hoogte konden zijn”²³⁴⁸. Belangrijk hier is dat de Nederlandse Hoge Raad de bijkomende eis stelde dat de betrokkene door de relatie redelijkerwijze op de hoogte kon zijn van relevante informatie omtrent de aanbieder en het aangeboden²³⁴⁹.

586. DE VRIJSTELLINGSREGELING IN DE WFT. Anders dan de Belgische wetgever heeft de Nederlandse wetgever ervoor geopteerd om te voorzien in een vrijstellingsregeling conform de Prospectusrichtlijn. De Nederlandse omzettingwet blijft bovendien zeer dicht bij de tekst van de Prospectusrichtlijn. Volgens artikel 5:2 Wft is het in Nederland verboden effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, tenzij ter zake van de aanbieding of de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de AFM of door een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat²³⁵⁰. De Wet financieel toezicht verklaart evenwel dit artikel 5:2 niet van toepassing op het aanbieden van effecten aan het publiek in elk van de volgende gevallen²³⁵¹.

²³⁴² *PG Wte* 1995, 1996, 200; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 64.

²³⁴³ Het “besloten kring”-criterium werd in de Wte geïntroduceerd en vervolgens onder meer in de Wte en de Wte 1995 ongewijzigd overgenomen. Zie C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 47.

²³⁴⁴ In de Memorie van Toelichting werd daaraan toegevoegd dat “dit impliceert dat er naast de financiële relatie tussen de betrokken partijen nog andere relaties aanwezig moeten zijn”. Zie *PG Wte* 1995, 1996, 200.

²³⁴⁵ *PG Wte* 1995, 1996, 200.

²³⁴⁶ *Kamerstukken II* 1988-1989, 21 127, nr. 3.

²³⁴⁷ Idem. Zie tevens A.C. METZELAAR, “Primaire Markt”, in : S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, 2002, Ars Aequi Libri, Nijmegen (307 p.), 81; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 48 e.v.; P.E.B. CORTEN, “Het element besloten kring in de Nederlandse effectenwetgeving”, *TVVS*, 1997, 170.

²³⁴⁸ Hoge Raad, 17 december 1996, *JOR* 1997/7.

²³⁴⁹ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.), 49.

²³⁵⁰ Art. 5:3.1 Wet financieel toezicht. Zie, algemeen, C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 143 e.v.

²³⁵¹ Voor alle duidelijkheid blijft art. 5:2 wel van toepassing indien effecten, zelfs indien deze wat de aanbieding betreft onder een vrijstelling zouden vallen, tot de verhandeling op een Nederlandse gereguleerde worden toegelaten (of daartoe een aanvraag wordt gedaan). De

587. DE VRIJSTELLING VOOR GEKVALIFICEERDE BELEGGER. Er geldt geen prospectusplicht indien effecten uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden²³⁵². Dit is een lichte herformulering die evenwel niets aan de inhoud wijzigt. De wetgever benadrukte dat deze gekwalificeerde beleggers, gelet op de bij hen veronderstelde deskundigheid, een hoge mate aan eigen verantwoordelijkheid dragen voor hun functioneren op de financiële markten²³⁵³.

588. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN AAN MINDER DAN 100 PERSONEN. Ook indien effecten aan minder dan 100 personen, niet zijnde gekwalificeerde beleggers, worden aangeboden, zijn deze vrijgesteld van enige prospectusplicht²³⁵⁴. Luidens art. 1:1 Wft is “persoon” gedefinieerd als “een natuurlijke persoon of rechtspersoon”²³⁵⁵. Waar voorheen de term “professionele marktpartij” gebruikt werd, heeft de Nederlandse wetgever in de Wft gekozen voor de term “gekwalificeerde belegger”, om zo aansluiting te vinden met de terminologie gebruikt in de Prospectusrichtlijn²³⁵⁶. Anderzijds heeft de Nederlandse wetgever de precisering in de Prospectusrichtlijn, waar de 100 personen-grens “per lidstaat” geldt, weggelaten. De wetgever heeft blijkbaar het territorialiteitscriterium van art. 5:2 Wft voldoende geacht. Volgens VAN BEEK “lijkt deze vrijstelling van toepassing te kunnen zijn ook als in een andere lidstaat aan meer dan 100 personen wordt aangeboden (zolang het maar niet in Nederland gebeurt)”²³⁵⁷. Een andere, letterlijke, lezing van het wegvallen van de precisering zou evenwel kunnen impliceren dat voor de drempelbepaling onder de Nederlandse wet alle aanbiedingen *in alle lidstaten* moeten worden samengeteld (ook al maken deze alle afzonderlijk in elke lidstaat een aanbieding onder de 100 personen uit) om uit te maken of de aanbieding in *Nederland* vrijgesteld is²³⁵⁸. Het antwoord daarop is ongetwijfeld negatief. Vooreerst zou dit indruisen tegen de uitdrukkelijke tekst van de richtlijn. Ten tweede tonen de voorbereidende werken aan dat dit duidelijk niet de bedoeling was van de Nederlandse wetgever. De vrijstelling moet immers, aldus de voorbereidende werken, “bepaald[ig] dat op het aanbieden van effecten in Nederland aan minder dan 100 personen het verbod van artikel 5:2 niet van toepassing is”²³⁵⁹. De Nederlandse wetgever lijkt zo te hebben gekozen voor een bijzonder territoriale omzetting van art. 3.2.b van de Prospectusrichtlijn, namelijk : er wordt voor de doeleinden van de toepassing van deze vrijstelling uitsluitend gekeken naar de aanbieding in Nederland, en abstractie gemaakt van enige aanbieding buiten Nederland.

589. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN MINIMALE TEGENWAARDE VAN 50.000 EUR. Indien de aangeboden effecten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste

prospectusvrijstelling is immers enkel van toepassing op de openbare aanbiedingen. De voorbereidende werken stellen dat nog eens uitdrukkelijk : “[d]e in dit artikel opgenomen uitzonderingen op het verbod van artikel 5:2 zijn alleen van toepassing, indien het aanbieden van effecten aan het publiek betreft” (Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563).

²³⁵² Art. 5:3.1.a Wet financieel toezicht.

²³⁵³ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

²³⁵⁴ Art. 5:3.1.b Wet financieel toezicht.

²³⁵⁵ Art. 1:1 Wet financieel toezicht.

²³⁵⁶ Zie ook STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER, D. VAN EVERDINGEN EN R. RAAS), Brief van 19 juni 2005 (4 p.), 1 : “Zou het niet beter zijn om in plaats van het begrip professionele marktpartij het begrip gekwalificeerde belegger te hanteren? Hiermee zou aansluiting bij de terminologie van de Richtlijn worden gezocht en bovendien verwarring vermeden met het begrip professionele marktpartij zoals dat in de Wtk wordt gehanteerd en daar een andere invulling heeft”. Gelijkwaardige opmerkingen werden geformuleerd door CLIFFORD CHANCE (E. VAN KRANENBURG), Brief van 20 juni 2005 (6 p.), op 1; NAUTA DUTILH (J.P. FRANX), Brief van 16 juni 2005 (5 p.), op 1.

²³⁵⁷ B. VAN BEEK, “Maximum harmonisatie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 10, 275, op 275.

²³⁵⁸ Dit volgt uit een samenlezing van art. 5:1, 5:2 en 5:3.1.b Wet financieel toezicht : enkel art. 5:2 expliciteert immers het territorialiteitscriterium (“in Nederland”).

²³⁵⁹ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

50.000 EUR per belegger, genieten deze eveneens van een vrijstelling²³⁶⁰. Anders dan in de Prospectusrichtlijn is in de formulering van art. 5:3.1.c Wft de uitdrukkelijke verwijzing naar “elke afzonderlijke aanbieding” weggefallen. Bovendien wordt in de voorbereidende werken verwezen naar de “totale *economische* tegenwaarde”²³⁶¹. Het is niet geheel duidelijk wat hiermee precies bedoeld wordt; wellicht wenste de wetgever daarmee te benadrukken dat bij dergelijke aanbiedingen het niet relevant is wat de nominale waarde per aangeboden effect is²³⁶². De wetgever heeft het anderzijds over “dergelijke grote pakketten”, dat “mag worden verondersteld dat zij voldoende deskundig en professioneel zijn om, zonder prospectus, zich een behoorlijk inzicht te kunnen vormen omtrent de aard van de aangeboden effecten”²³⁶³. Het standpunt van de AMF is dat de tegenwaarde niet het totale bedrag is dat de belegger moet betalen, maar het bedrag dat deze belegger bij de verkrijging van de effecten moet betalen²³⁶⁴.

590. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN NOMINALE WAARDE VAN 50.000 EUR. Aanbiedingen zijn eveneens niet-prospectusplichtig indien de nominale waarde van de aangeboden effecten per effect ten minste 50.000 EUR bedraagt²³⁶⁵. De *ratio legis* daarvan is volgens de wetgever dezelfde als bij vorige vrijstelling : effecten met een dergelijke hoge nominale waarde zullen in het algemeen worden gekocht door beleggers waarvan mag worden verondersteld dat zij voldoende deskundig en professioneel zijn om, zonder prospectus, zich een behoorlijk inzicht te kunnen vormen omtrent de aard van de aangeboden effecten²³⁶⁶. ALLEN & OVERY merkte tijdens de consultatie op dat “[d]eze vrijstelling [...] [uitgaat] van een nominale waarde van EUR 50.000 per effect en zou dus ook beschikbaar zijn voor effecten die met een bepaalde emissiekorting worden uitgegeven. Het komt in de praktijk nogal eens voor dat effecten tegen een uitgifteprijs van bijv. 98,65 % worden uitgegeven [...]”²³⁶⁷. Men pleitte om deze reden ervoor dat de toelichting zou bevestigen dat de vrijstelling in dat soort gevallen “mits de emissiekorting marktconform is”²³⁶⁸ ook beschikbaar is²³⁶⁹. De AFM heeft in dat opzicht bepaald dat aanbiedingen met een nominale waarde van 50.000 EUR maar met een lagere aanbiedingsprijs van de vrijstelling gebruik kunnen maken op voorwaarde dat deze lagere prijs in overeenstemming met de marktgebruiken²³⁷⁰.

591. DE *DE MINIMIS* VRIJSTELLING. Verder is ook de aanbieding van effecten aan het publiek niet prospectusplichtig indien de totale tegenwaarde van de aangeboden effecten minder dan 100.000 EUR bedraagt. Dit grensbedrag wordt berekend over een periode van twaalf maanden²³⁷¹. De Nederlandse wetgever articuleert de logica achter deze vrijstelling als volgt : “[i]ngevolge de op grond van artikel 5:5 [...] vast te stellen ministeriële regeling zal het aan het publiek aanbieden van effecten die deel uitmaken van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde minder dan € 2.500.000 bedraagt niet onderhevig zijn aan de prospectusplicht. Eveneens wordt [...] expliciet opgenomen de vrijstelling voor

²³⁶⁰ Art. 5:3.1.c Wet financieel toezicht.

²³⁶¹ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

²³⁶² Idem, 563.

²³⁶³ Idem, 563.

²³⁶⁴ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1625.

²³⁶⁵ Art. 5:3.1.d Wet financieel toezicht.

²³⁶⁶ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

²³⁶⁷ ALLEN & OVERY (T. STEVENS EN S. TEERINK), Brief van 20 juni 2005 (5 p.), 2.

²³⁶⁸ Idem.

²³⁶⁹ Deze opmerking werd door de andere advocatenkantoren die aan de consultatie deelnamen – STIBBE, CLIFFORD CHANCE, NAUTA DUTILH – niet gemaakt.

²³⁷⁰ J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1626.

²³⁷¹ Art. 5:3.1.e Wet financieel toezicht.

aanbiedingen van effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde van minder dan € 100.000 [...]. De vrijstelling voor effecten met een totale tegenwaarde van € 100.000 heeft met name betekenis voor het aanbieden van verhandelbare deelnemingsrechten in closed-end beleggingsinstellingen”²³⁷².

592. DE JURIDISCHE AARD VAN DE REGELING. Interessant ten slotte is dat de Nederlandse wetgever zich wel – zij het in zeer beperkte mate – uitspreekt over de juridische aard van de vrijstellingsgronden : de wetgever stelt met name dat het mogelijk is dat een aanbieding van effecten aan het publiek zodanig is vormgegeven dat meerdere uitzonderingsbepalingen tegelijkertijd van toepassing zijn²³⁷³, en bevestigt dat “[b]ij een dergelijke combinatie hoeft uiteraard evenmin een prospectus te worden opgesteld”. Simplificerend betekent dit dat de Nederlandse wetgever bevestigt dat “en/of” in de Prospectusrichtlijn moet gelezen worden als “en/of”. Vreemd genoeg verwijst de wettekst van de Wet financieel toezicht enkel naar “of”, wat wellicht de reden is dat de wetgever zich in de toelichting over het cumulatief karakter van de vrijstellingsregeling uitdrukkelijk heeft uitgesproken²³⁷⁴.

593. KRITISCHE EVALUATIE – EEN GEMENGD BEELD. Het lijkt erop dat de Nederlandse wetgever de vrijstellingsregeling eenvoudig en getrouw heeft trachten om te zetten. Zo werd, anders dan in de Belgische en de Franse regeling (zie resp. hierboven en hieronder), de regeling behouden dat het wel degelijk openbare aanbiedingen betreft, die echter vrijgesteld zijn van de prospectusverplichting. Ook blijft de Nederlandse wettekst vrij dicht bij de tekst van de Prospectusrichtlijn, zonder evenwel een letterlijke overname te zijn. Toch kunnen twee kritische opmerkingen worden gemaakt. Ten eerste, bij de bespreking van de vrijstellingsgronden hierboven werd onder meer opgemerkt dat de wettekst duidelijker had kunnen zijn indien in art. 5:3.1.b de zinsnede “per lidstaat” niet was weggefallen, indien in art. 5:3.1.c uitdrukkelijk was bevestigd dat deze voorwaarde dient geëerbiedigd te worden voor “elke afzonderlijke aanbieding”, en indien de verwijzing in de voorbereidende werken naar een “totale economische tegenwaarde” was verduidelijkt. Niettemin lijkt een lezing van de wettekst, samen met de voorbereidende werken, duidelijk te suggereren dat de Nederlandse wetgever wel degelijk een zo richtlijnconforme omzetting voor ogen had. Het lijkt ons dan ook weinig waarschijnlijk dat dergelijke tekstuele onvolkomenheden gelezen zouden moeten worden als afwijkingen op de richtlijn. Er is desondanks wel een tweede, meer ernstig probleem. Een vergelijking tussen de tekst van de Prospectusrichtlijn met de Nederlandse omzettingwet leert dat de bepalingen inzake de *doorverkoop van effecten die reeds van een vrijstelling genieten*, niet zijn overgenomen. De Nederlandse wetgever nam er blijkbaar genoeg mee het volgende aan te stippen in de voorbereidende werken : “[i]ndien een aanbieding van effecten heeft plaatsgevonden en één van de hiervoor genoemde uitzonderingsbepalingen van toepassing is, betekent dit niet dat de aldus door de belegger verkregen effecten zonder meer mogen worden doorverkocht aan andere beleggers. Elke doorverkoop van effecten die met toepassing van één van de vrijstellingen van het eerste lid verkregen zijn en die als een aanbieding aan het publiek kan worden aangemerkt, is in beginsel weer onderhevig aan het verbod van artikel 5:2”. Deze zinsnede roept verscheidene bedenkingen op. Ten eerste is de wijze waarop deze tekst geformuleerd is, zelf ook dubbelzinnig. Waarom stelt de wetgever met name dat deze enkel “in beginsel” opnieuw onderhevig is aan de prospectusplicht – de vraag kan gesteld worden of de wetgever

²³⁷² Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

²³⁷³ De wetgever haalt het voorbeeld aan van “een aanbieding van effecten die gericht is tot professionele marktpartijen of die slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 50.000 per belegger”. Dit wordt niet verder uitgewerkt. Zie Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 563.

²³⁷⁴ Zie ook STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER, D. VAN EVERDINGEN EN R. RAAS), Brief van 19 juni 2005 (4 p.), 2 : “Door het gebruik “en/of” in artikel 3 lid 2 maakt de Richtlijn duidelijk dat de daar genoemde vrijstellingen cumulatief kunnen worden toegepast. De regeling neemt dit niet over. De toelichting geeft wel aan dat cumulatie is toegestaan. Wij achten het echter wenselijk dat dit net als in de Richtlijn wel expliciet tot uitdrukking wordt gebracht [...]”. In dezelfde zin : CLIFFORD CHANCE (E. VAN KRANENBURG), Brief van 20 juni 2005 (6 p.), op 2. Zie tevens NAUTA DUTILH (J.P. FRANX), Brief van 16 juni 2005 (5 p.), op 4 (voorstel tot schrapping van het woord “of”).

meent dat er bepaalde uitzonderingsgevallen kunnen bestaan? De Prospectusrichtlijn daarentegen stelt in veel duidelijkere bewoordingen dat een doorverkoop als een afzonderlijke aanbieding moet worden aangemerkt. Ten tweede blijkt de bepaling in verband met de plaatsing door financiële tussenpersoon noch in de wettekst te zijn opgenomen, noch in de toelichting te zijn aangehaald. Men zou kunnen stellen dat dit impliciet volgt uit de tekst van de toelichting, maar aangezien deze bepaling uitdrukkelijk in de Prospectusrichtlijn was opgenomen, lijkt het stilzwijgen van de *Wet financieel toezicht* ons in dit opzicht een tekortkoming. Nochtans had ook CLIFFORD CHANCE tijdens de consultatie op meer duidelijkheid aangedrongen. Zo werd gesteld dat “[d]e toelichting maakt echter niet duidelijk dat indien de stukken worden geplaatst bij financiële intermediairs die een vrijehand beheer hebben over de portefeuille van hun cliënten, een dergelijke plaatsing niet onder [de prospectusplicht] dient te vallen”²³⁷⁵.

2.3.3. Analyse van de omzetting in Frankrijk

594. HISTORISCH UITGANGSPUNT. Sinds 1966 was de begripsomschrijving van “openbaar beroep op het spaarwezen” “kwalitatief”. Er was met andere woorden niet in een kwantitatieve drempel voorzien. De prospectusplicht was in wezen erop gericht het “publiek” te beschermen, ongeacht het aantal beleggers. Pas in 1992 werd via het *règlement n° 92-02* een gedeeltelijk kwantitatief criterium toegevoegd voor de aanbiedingen van niet-genoteerde effecten aan het publiek (l’offre au public de titres non cotés sur un marché officiel)²³⁷⁶, dat onder meer bepaalde dat het openbaar karakter (caractère public) van een aanbod resulteerde uit de verspreiding van effecten bij meer dan 300 personen of het beroep doen, voor de plaatsing van deze effecten, op financiële tussenpersonen of elke andere vorm van reclame of verhandeling²³⁷⁷. Er ontstond aldus een tweedeling tussen enerzijds het criterium van de wet van 24 juli 1966 – dat in wezen vooral de bescherming van gewone, niet-professionele beleggers voor ogen had²³⁷⁸ – en anderzijds het *règlement n° 92-02* dat vanuit een kwantitatief criterium was bepaald²³⁷⁹. In 1998 werd deze tweedeling gecodificeerd door de *loi n° 98-546* van 3 juli 1998 in enerzijds een kwalitatieve notie “openbaar beroep op het spaarwezen” (art. L. 411-1 *code monétaire et financier*) en anderzijds een gemengd kwalitatief-kwantitatieve safe harbour²³⁸⁰ (art. L. 411-2 *code monétaire et financier*). De safe harbour van de *loi n° 98-546* bepaalde dat : “[t]outefois, l’émission ou la cession d’instruments financiers auprès d’investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d’investisseurs ne constitue pas une opération par appel public à l’épargne, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre”²³⁸¹. Volgens de *loi n° 98-546* wordt de notie “beperkte kring

²³⁷⁵ CLIFFORD CHANCE (E. VAN KRANENBURG), Brief van 20 juni 2005 (6 p.), op 2. Zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 143 e.v.

²³⁷⁶ Meer bepaald *Règlement n° 92-02 et instruction d’application relatif à l’offre au public de valeurs mobilières* (april 1992).

²³⁷⁷ Art. 2 *Règlement n° 92-02 et instruction d’application relatif à l’offre au public de valeurs mobilières*: « le caractère public de l’offre résulte de la diffusion de valeurs mobilières au-delà d’un cercle de 300 personnes ou du recours, pour leur placement, à des intermédiaires financiers ou à tout procédé de publicité ou de démarchage. Pour l’appréciation du chiffre de 300 personnes, un fonds commun de placement est considéré comme une entité unique ».

²³⁷⁸ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 137 : “La loi du 24 juillet 1966, en faisant également référence aux moyens utilisés pour le placement des titres, tels que la publicité et le démarchage, tendait à réserver l’APE essentiellement aux investisseurs profanes ou insuffisamment informés, sans pour autant définir la notion de « public »”.

²³⁷⁹ Idem, 137. De Franse wetgever heeft het om deze reden ook over « [u]ne articulation originellement délicate entre la présomption d’appel public à l’épargne et l’offre au public de titres » (op 136).

²³⁸⁰ Dit was immers een safe harbour waardoor een bepaalde verrichting niet alleen niet-prospectusplichtig was, maar ook in zijn geheel niet kon worden aanzien als een openbaar beroep op het spaarwezen. Cf. “L’article L. 411-2 du même code complète cette définition en précisant les opérations qui ne sont pas constitutives d’un appel public à l’épargne” (Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 140).

²³⁸¹ Art. 6 *Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d’ordre économique et financier*, *J.O.* n° 152, 3 juli 1998. J. MEADEL,

van beleggers” (cercle restreint d'investisseurs) gedefinieerd als volgt: “[u]n cercle restreint d’investisseurs est composé de personnes, autres que les investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l’émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial. Sont réputés constituer de tels cercles ceux composés d’un nombre de personnes inférieur à un seuil fixé par décret”²³⁸². Het decreet waarvan sprake – met name het *décret n° 98-880* van 1 oktober 1998²³⁸³ – bepaalde deze drempel vervolgens op 100 personen (dit wil zeggen een verlaging ten opzichte van de 300 personen-drempel van 1992)²³⁸⁴. Uit de definitie van beperkte kring van beleggers (cercle restreint d’investisseurs) blijkt bovendien dat een subjectief criterium (nl. de relatie met de bestuurders van de uitgevende instelling) met een objectief, kwantitatief criterium wordt gecombineerd. Er is evenwel gesteld dat het subjectief criterium, ten opzichte van het objectief criterium, van marginaal belang was²³⁸⁵.

595. “REDÉFINITION EN CREUX”. Zoals gezegd, werd – in plaats van de door de Prospectusrichtlijn gehanteerde notie “openbare aanbieding” – de voorkeur gegeven aan het behoud van de notie “openbaar beroep op het spaarwezen”²³⁸⁶. Volgens de Franse wetgever was het immers voldoende om de Prospectusrichtlijn negatief te implementeren, via de omzetting van de geharmoniseerde vrijstellingsregeling, wat zou neerkomen op een “redéfinition en creux”²³⁸⁷. Deze “rédefinition en creux” maakt het essentieel dat het regime van de vrijstellingen correct wordt omgezet. Immers, in de filosofie van de Franse wetgever zal het openbaar beroep op het spaarwezen ruimer zijn dan de aanbieding aan het publiek. Het komt er dan op aan om via een juiste omzetting van het vrijstellingsregime de Prospectusrichtlijn “omgekeerd” om te zetten. De vrijstellingen dienen met andere woorden op maat te worden uitgesneden volgens het model van de Prospectusrichtlijn. In de randnummers hierna onderzoeken we of dat het geval is.

596. (RELATIEVE) SAFE HARBOURS (ART. L. 411-2.II). De vrijstellingen van art. 3.2 Prospectusrichtlijn zijn opgenomen in art. L. 411-2.II van de *code monétaire et financier*. Vergelijkbaar met de benadering van de Belgische wetgever, worden de aanbiedingen uitdrukkelijk uitgesloten uit de definitie van “openbaar beroep op het spaarwezen”. Het zijn bijgevolg safe harbours, geen vrijstellingen. Vreemd genoeg – en anders dan in België – zijn deze safe harbours zelf relatief : zelfs indien de safe harbour van toepassing zal zijn, zal de verrichting voor bepaalde doeleinden – met name de bepalingen van het strafwetboek – toch nog gelden als een openbaar beroep op het spaarwezen²³⁸⁸.

Les marchés financiers et l'ordre public, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 165 e.v.

²³⁸² Idem.

²³⁸³ Art. 2 *Décret no 98-880 du 1er octobre 1998 portant application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance no 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse*, J.O. n° 228 van 2 oktober 1998 : “Le seuil mentionné au deuxième alinéa du II de l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 susvisée est fixé à 100”.

²³⁸⁴ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 142. J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 166.

²³⁸⁵ Idem : “Le caractère subjectif du critère relationnel du cercle restreint d’investisseurs tend toutefois à s’effacer devant le critère objectif du seuil quantitatif”. Zie tevens idem, voetnoot 2 : “Le décret n° 98-880 du 1er octobre 1998 n’a ainsi pas précisé le champ des relations personnelles, et la COB n’a pas fixé de degré de parenté pour les relations familiales. Dans le cas du cercle restreint d’investisseurs, « la confiance de l’investisseur à l’égard des dirigeants vient remplacer la fourniture organisée d’informations », ainsi que l’estime Mme Bénédicte François dans son article précité”. J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.), op 168.

²³⁸⁶ Zie *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.3*.

²³⁸⁷ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 152 : “Il tend donc à redéfinir « en creux » le champ de l’APE [appel public à l’épargne] en précisant les opérations ne relevant pas de ce régime, plutôt qu’à reformuler les deux grandes catégories d’opérations par APE prévues par l’article L. 411-1 du même code [...]”.

²³⁸⁸ Zie immers art. L. 411-2.II van de *Code monétaire et financier* : “Pour l’application des dispositions du code pénal et de l’ordonnance n° 45-2138 du 19 septembre 1945 portant institution de l’ordre des experts-comptables et réglant le titre et la profession d’expert-comptable,

Deze relatieve safe harbour is van toepassing op aanbiedingen van financiële instrumenten uitgegeven door een naamloze vennootschap (société anonyme) of een commanditaire vennootschap op aandelen (société en commandite par actions)²³⁸⁹ en geldt voor de hierna volgende categorieën aanbiedingen.

597. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN AAN GEKVALIFICEERDE BELEGGER. De safe harbour geldt voor elke aanbieding²³⁹⁰ die uitsluitend gericht is aan vermogensbeheerders die voor rekening van derden optreden of aan gekwalificeerde beleggers die voor eigen rekening optreden²³⁹¹. Een gekwalificeerde belegger is volgens art. L. 411-2.II, 4° van de *code monétaire et financier* een persoon of een entiteit die over de “noodzakelijke bekwaamheid en middelen beschikt om de risico’s inherent aan verrichtingen met financiële instrumenten te begrijpen”²³⁹². De lijst met de categorieën van beleggers die geacht worden “gekwalificeerd” te zijn, is bepaald per decreet²³⁹³. De toevoeging dat de safe harbour ook geldt voor “vermogensbeheerders die voor rekening van derden optreden” lijkt op het eerste zich verder te gaan dan de Prospectusrichtlijn. We komen hierop terug in afdeling 3 hieronder.

598. ENKELE BEDENKINGEN BIJ DE FRANSE TOEVOEGING. Anders dan in de richtlijn, is bepaald dat de “gekwalificeerde beleggers” en de “beperkte kring van beleggers” “voor eigen rekening” moeten handelen. Deze vereiste is niet bepaald in de Prospectusrichtlijn. De richtlijn beperkt zich immers tot de bepaling dat “[e]lke doorverkoop van effecten die voorheen het voorwerp waren van één of meer soorten aanbiedingen [...] als een afzonderlijke aanbieding aangemerkt [moet worden]”²³⁹⁴. Deze belangrijke bepaling is evenwel weggefallen in de Franse omzettingwet, en vervangen door de vereiste dat zij “voor eigen rekening” moeten handelen, in een poging om het effect van de doorverkoopbepaling te benaderen. Het advocatenkantoor FRIED FRANK heeft er terecht op gewezen dat deze vereiste onduidelijk is en meerdere vragen oproept : moeten de financiële instrumenten voor een minimale periode door deze beleggers aangehouden worden?²³⁹⁵; moet de verhandelbaarheid van de financiële instrumenten op één of andere wijze beperkt worden?²³⁹⁶; betekent dit dat een financiële instelling die voor haar klanten financiële instrumenten aankoopt, nooit beroep kan doen op deze safe harbour?²³⁹⁷; en belangrijk : kunnen “gekwalificeerde beleggers” beroep doen op deze safe harbour indien ze voor rekening van andere “gekwalificeerde beleggers” (of leden van een “beperkte kring van beleggers”) handelen?²³⁹⁸

les personnes morales ou les sociétés procédant à des opérations mentionnées aux 1° à 3° du II sont réputées faire appel public à l'épargne” (eigen cursivering).

²³⁸⁹ Art. 211-2 van het *Règlement général* van de AMF preciseert dat dit tevens geldt voor financiële instrumenten uitgegeven door gelijkaardige vennootschapsvormen naar niet-Frans recht (ou une autre forme sociale équivalente de droit étranger).

²³⁹⁰ Luidens de tekst van art. L. 411-2.II.4° van de *Code monétaire et financier* is dergelijke aanbieding niet beperkt tot aanbiedingen van financiële instrumenten uitgegeven door een naamloze vennootschap (société anonyme) of een commanditaire vennootschap op aandelen (société en commandite par actions). Deze vereiste komt immers alleen in artt. L. 411-2.II.1° t.e.m. 3° van de *Code monétaire et financier* voor.

²³⁹¹ Art. L. 411-2.II.4° van de *Code monétaire et financier* : “Nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d'investissement, l'offre s'adresse exclusivement : a) Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ; b) A des investisseurs qualifiés [...] sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre”.

²³⁹² Idem : “ Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers”.

²³⁹³ Art. 1 *Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre Ier du titre Ier du livre IV de la partie réglementaire du code monétaire et financier*, J.O., 18 mei 2006, dat in de *Code monétaire et financier* de artt. D 411-1, D 411-2 en D 411-3 heeft ingevoegd. Zie tevens WINSTON & STRAWN, “Briefing - Droit bancaire et financier”, oktober 2006, (2 p.), 1.

²³⁹⁴ Art. 3.2 Prospectusrichtlijn.

²³⁹⁵ FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, “Client Memorandum – The Regulation of Private Placements in France (Updated)”, 21 september 2005 (12 p.), 5.

²³⁹⁶ Idem, 5.

²³⁹⁷ Idem, 5.

²³⁹⁸ Idem, 5. Verwijzende naar een communicatie van 1998 van de COB (COB Bulletin, juli-augustus 1998, 10) stelt dit advocatenkantoor dat : “The AMF has suggested, though not formally required, that purchasers of securities issued in a private placement should purchase with the

599. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN AAN MINDER DAN 100 PERSONEN. Daarnaast geldt een safe harbour voor aanbiedingen²³⁹⁹ die uitsluitend gericht zijn aan een “beperkte kring van beleggers” (cercle restreint d’investisseurs), op voorwaarde dat deze beleggers voor eigen rekening handelen²⁴⁰⁰. Een “beperkte kring van beleggers” is gedefinieerd als een groep beleggers (andere dan gekwalificeerde beleggers) waarvan het aantal kleiner is dan 100 personen (eveneens per decreet bepaald)²⁴⁰¹. Deze safe harbour reflecteert in zekere mate art. 3.2.b van de Prospectusrichtlijn. Echter, wat de 100-persone grens betreft, is niet bepaald dat deze drempel per lidstaat geldt²⁴⁰². Hieruit wordt afgeleid dat, net zoals in de Nederlandse omzetting, abstractie gemaakt kan worden van aanbiedingen buiten Frans grondgebied, zolang de aanbieding maar niet buiten de beperkte kring van beleggers in Frankrijk gebeurt²⁴⁰³.

600. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN MET EEN MINIMALE TEGENWAARDE VAN 50.000 EUR. Een derde safe harbour geldt voor aanbiedingen waarbij de begunstigden de financiële instrumenten verwerven voor een totaal bedrag per belegger en per afzonderlijke aanbieding dat hoger is dan een bedrag bepaald in het *règlement général* van de AMF²⁴⁰⁴. Art. 211-2, 3° van het *règlement général* bepaalt dat dit totaal bedrag per belegger en per afzonderlijke aanbieding minstens 50.000 EUR (of de tegenwaarde van dat bedrag in deviezen) moet bedragen²⁴⁰⁵. Deze safe harbour is een herformulering van, en komt overeen met, art. 3.2.c van de Prospectusrichtlijn²⁴⁰⁶.

601. DE SAFE HARBOUR VOOR AANBIEDINGEN MET EEN NOMINALE WAARDE VAN 50.000 EUR. Indien de nominale waarde van elk van de aangeboden financiële instrumenten hoger is dan een bedrag bepaald in het *règlement général* van de AMF, geldt de safe harbour eveneens²⁴⁰⁷. Art. 211-2, 4° van het *règlement général* bepaalt dat de nominale waarde minstens 50.000 EUR (of de tegenwaarde van

intent to hold the securities. However, an acceptable holding period has not been specified, either by regulation or other official statements”. Het is o.i. bovendien de vraag (en betwistbaar) of de communicatie van 1998 nog houvast kan geven voor de interpretatie van deze notie “voor eigen rekening handelen” waarvan men mag (en moet) aannemen dat ze geëikt is op de notie “doorverkoop” van de Prospectusrichtlijn.

²³⁹⁹ Ook hier is luidens de tekst van art. L. 411-2.II.4° van de *Code monétaire et financier* dergelijke aanbieding niet beperkt tot aanbiedingen van financiële instrumenten uitgegeven door een naamloze vennootschap (société anonyme) of een commanditaire vennootschap op aandelen (société en commandite par actions).

²⁴⁰⁰ Art. L. 411-2.II.4° van de *Code monétaire et financier*: “Nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d’investissement, l’offre s’adresse exclusivement : [...] b) [...] à un cercle restreint d’investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre”.

²⁴⁰¹ Idem, *in fine*: “Un cercle restreint d’investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret”. Via art. 1 van het *Décret n° 2006-557* is art. D 411-4 van de *Code monétaire et financier* als volgt aangepast: “Le seuil mentionné au dernier alinéa du II de l’article L. 411-2 est fixé à 100”.

²⁴⁰² Zie tevens de Nederlandse omzetting.

²⁴⁰³ B. VAN BEEK, “Maximum harmonisatie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 10, 275, op 275.

²⁴⁰⁴ Art. L. 411-2.II.2° van de *Code monétaire et financier*: “L’offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l’article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que les bénéficiaires de l’offre acquièrent ces instruments financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieur à un montant fixé par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers”.

²⁴⁰⁵ Cf. art. 211-2, 3° van het *Règlement général*.

²⁴⁰⁶ Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 155: “Ces deux dispositions [nl. art. L. 411-2.II.2° en 3°] procèdent de la même volonté d’extraire du champ de l’APE les opérations impliquant une mise de fonds élevée des investisseurs, et les réservant donc à des investisseurs avertis ou qualifiés susceptibles de négocier contractuellement les conditions d’information, dans le cadre d’un marché de ‘gros’ dont les plates-formes multilatérales et les systèmes internalisés constitueraient les lieux privilégiés de négociation.”.

²⁴⁰⁷ Art. L. 411-2.II.3° van de *Code monétaire et financier*: “L’offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l’article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que la valeur nominale de chacun de ces instruments financiers est supérieure à un montant fixé par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers”.

dat bedrag in deviezen) moet bedragen²⁴⁰⁸. Ook hier is de safe harbour van de Franse wet wel een herformulering van, maar komt overeen met, art. 3.2.d van de Prospectusrichtlijn²⁴⁰⁹.

602. DE *DE MINIMIS* SAFE HARBOUR. Een aanbieding geniet ten slotte van een safe harbour indien het totale bedrag van de aanbieding minder is dan een bedrag bepaald in het *règlement général* van de AMF²⁴¹⁰. Dit bedrag moet bovendien berekend worden op een periode van 12 maanden²⁴¹¹. Het *règlement général* bepaalt in dat opzicht twee drempels. Een eerste safe harbour betreft de aanbieding waarbij het totaal bedrag van de aanbieding minder zal zijn dan 100.000 EUR (of de tegenwaarde van dat bedrag in deviezen)²⁴¹²; dit is een herformulering van, en komt overeen met, de *de minimis* bepaling van art. 3.2.e van de Prospectusrichtlijn. Een tweede safe harbour volgt daarentegen niet uit de Prospectusrichtlijn : indien het totaal bedrag van de aanbieding gelijk is aan een bedrag tussen 100.000 EUR en 2.500.000 EUR (of de tegenwaarde van deze bedragen in deviezen) en indien de aangeboden financiële instrumenten niet meer dan 50% van het kapitaal van de uitgevende instelling vertegenwoordigen, zal de aanbieding tevens genieten van een safe harbour²⁴¹³. In deze optiek kan verwezen worden naar de bespreking van art. 1.2.h Prospectusrichtlijn hierboven (zie 2.2). Het betreft bijgevolg een niet-geharmoniseerde, Franse safe harbour die enerzijds beoogt om ondernemingen in hun groeifase te stimuleren om een stabiele aandeelhoudersstructuur aan te houden²⁴¹⁴. Anderzijds beoogt deze Franse toevoeging het kleine of jonge ondernemingen toch mogelijk te maken om makkelijker financiering te bekomen²⁴¹⁵.

603. KRITISCHE EVALUATIE. Anders dan een letterlijke omzetting heeft de Franse wetgever ervoor geopteerd om de vrijstellingen van art. 3.2 Prospectusrichtlijn te herformuleren en in te passen in de bestaande systematiek van het “openbaar beroep op het spaarwezen”. De Franse wetgever heeft van deze gelegenheid ook gebruik gemaakt om een aantal preciseringen en toevoegingen te bepalen. Zo is er er onder meer voor gekozen om, net zoals in België, in een safe harbour te voorzien die, anders dan in België, relatief is. Hieronder – in 2.4 – zal daarop in detail worden ingegaan. Ook de doorverkoop regeling werd niet overgenomen en vervangen door een vereiste dat men “voor eigen rekening” handelt.

2.3.4. Analyse van de omzetting in het Verenigd Koninkrijk

604. DE ENGELSE OMZETTINGSWET. Anders dan de Franse omzettingswet, spreekt de

²⁴⁰⁸ Cf. art. 211-2, 4° van het *Règlement général*.

²⁴⁰⁹ Cf. de formulering van art. 211-2 van het *Règlement général* : “[...] présente l’une des caractéristiques suivantes [...]”.

²⁴¹⁰ Art. L. 411-2.II.1° van de *Code monétaire et financier* : “L’offre porte sur des instruments financiers mentionnés au 1 ou au 2 du I de l’article L. 211-1 émis par une société anonyme ou une société en commandite par actions et que le montant total de l’offre est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l’Autorité des marchés financiers ou à un montant et une quotité du capital de l’émetteur fixés par le règlement général”.

²⁴¹¹ Art. L. 411-2.II.1°, *in fine* van de *Code monétaire et financier* : “Le montant total de l’offre est calculé sur une période de douze mois dans des conditions fixées par le règlement général”. Zie tevens Cf. art. 211-2, 2°, *in fine* van het *règlement général*.

²⁴¹² Cf. art. 211-2, 1° van het *Règlement général*.

²⁴¹³ Cf. art. 211-2, 2° van het *Règlement général*. De Franse Senaat had oorspronkelijk voorgesteld deze grens op 25% te bepalen.

²⁴¹⁴ “Cette démarche française a pour objet d’éviter que le financement d’une entreprise assuré par une unique opération de marché hors du champ de l’APE, notamment en phase de développement de la société, et permet donc d’assurer une certaine protection aux nouveaux investisseurs en leur garantissant qu’une part majoritaire du capital demeure détenue par d’autres actionnaires stables” (Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 155).

²⁴¹⁵ Idem : “De même, la sortie du champ de l’APE des opérations de montant réduit témoigne de la volonté pragmatique de faciliter le financement des SA de petite taille. Le seuil de 2,5 millions d’euros qui serait retenu implique en effet que l’opération s’adresse à un public assez restreint d’investisseurs a priori avertis ou concerne des émetteurs dotés d’une surface financière encore réduite (au regard de leur capital comme de leurs créances), ne disposant pas d’un secrétariat juridique aussi étoffé que celui des sociétés cotées sur un marché réglementé, ou recourant fréquemment à l’APE. L’allègement des contraintes administratives – et partant, les économies – que permettent ces dispositions est donc propice au développement d’un financement de proximité”.

vrijstellingsregeling van Section 86 *Financial Services And Markets Act 2000* zich niet uitdrukkelijk uit over het al dan niet openbaar karakter van de vrijgestelde verrichting. Zoals hierboven aangemerkt, bepaalt section 85(1) *Financial Services And Markets Act 2000* : “[i]t is unlawful for transferable securities to which this subsection applies to be offered to the public in the United Kingdom unless an approved prospectus has been made available to the public before the offer is made”²⁴¹⁶. Section 86(1) *Financial Services And Markets Act 2000* bepaalt vervolgens dat de indien één van de vrijstellingsvoorwaarden is voldaan, een persoon Section 85(1) niet overtreedt²⁴¹⁷. Als men de tekst van deze twee bepalingen aandachtig leest, spreekt de Engelse wetgever zich – in tegenstelling tot de Belgische en de Franse wetgever – niet uit over het al dan niet openbaar karakter van de vrijgestelde aanbieding, maar wordt ook niet met zoveel woorden gezegd dat deze aanbieding wél een openbaar karakter zou hebben. Het al dan niet openbaar karakter van de aanbieding is, in de wijze waarop de Engelse omzettingwet is geformuleerd, irrelevant.

605. DE OMZETTING. De vrijstellingsgronden zelf sluiten nauw aan bij art. 3.2 Prospectusrichtlijn. De hierna volgende aanbiedingen zullen volgens Section 86 *Financial Services And Markets Act 2000* met name vrijgesteld zijn van de prospectusverplichting²⁴¹⁸.

606. DE VRIJSTELLING VOOR GEKWALIFICEERDE BELEGGERS. Ten eerste is de aanbieding die gedaan wordt aan, of gericht wordt tot, uitsluitend gekwalificeerde beleggers vrijgesteld van de prospectusplicht²⁴¹⁹. Section 86(2) *Financial Services And Markets Act 2000* voegt daar evenwel een belangrijke uitzondering aan toe. Indien een persoon die geen gekwalificeerde belegger is – in de *Financial Services And Markets Act 2000* gedefinieerd als de “cliënt” – een gekwalificeerde belegger in discretionair vermogensbeheer²⁴²⁰ heeft aangesteld, zal een aanbieding die gemaakt wordt aan, of gericht wordt tot, deze gekwalificeerde belegger niet beschouwd worden als tevens een aanbieding aan deze cliënt²⁴²¹. Deze precisering werd opgenomen als gevolg van het consultatieproces²⁴²², waar een aantal belanghebbenden hadden opgemerkt dat er ook reeds in het vroeger bestaande regime onduidelijkheid bestond in welke mate men verplicht was rekening te houden met de uiteindelijke klanten (de zgn. “look through a private client broker” verplichting)²⁴²³.

607. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN AAN MINDER DAN 100 PERSONEN. Verder is ook de aanbieding die gedaan wordt aan, of gericht wordt tot, minder dan 100 personen, andere dan gekwalificeerde beleggers, per lidstaat van de E.E.R., vrijgesteld van de prospectusplicht²⁴²⁴.

²⁴¹⁶ Section 85(1) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴¹⁷ Section 86(1) *Financial Markets Act 2000*. “[a] person does not contravene section 85(1) [...]”.

²⁴¹⁸ Zie tevens Zie FSA Handbook (Prospectus Rules), Prospectusrichtlijn 1.2.1. (<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PR/1/2>).

²⁴¹⁹ Section 86(1)(a) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴²⁰ Hiermee beogen we de volgende zinsnede samen te vatten : “the terms on which the qualified investor is engaged enable him to make decisions concerning the acceptance of offers of transferable securities on the client's behalf without reference to the client” (eigen cursivering). Zie Section 86(2)(b) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴²¹ Section 86(2)(a) en (b) *Financial Markets Act 2000*. Deze precisering geldt voor alle vrijstellinggronden van Section 86(1), en niet alleen van Section 86(1)(a), *Financial Markets Act 2000*.

²⁴²² Explanatory Memorandum to the Prospectus Regulations 2005 (3 p.), 3 : “[...] three significant policy amendments to the draft Regulations were made in the light of the consultation responses. [...] and three, in the case of an offer being made to a discretionary private client broker, to ensure that such an offer would continue to be regarded as being made to the broker (rather than to the broker's client), thus exempting the offeror from the requirement to produce a prospectus”. Zie tevens HM Treasury, *Final Regulatory Impact Assessment Prospectus Regulations 2005*, mei 2005 (14 p.), 12 : “One other issue raised was the need to clarify the treatment of offers made to discretionary private client brokers for the purposes of the Qualified Investor exemption. In the light of some of the consultation feedback received, the Treasury has clarified the Regulations to ensure the continuation of the current position, whereby offers to discretionary brokers are understood to be addressed to the brokers themselves, as Qualified Investors, rather than to the clients on behalf of whom they are working. This will ensure capital raising costs for SMEs are not unnecessarily increased”.

²⁴²³ Zie APCIMS (McGuffick), UK Implementation of the Prospectus Directive, Brief van 19 januari 2005 (3 p.), 3.

²⁴²⁴ Section 86(1)(b) *Financial Markets Act 2000*.

Opgemerkt kan worden dat, anders dan in bijvoorbeeld de Nederlandse of de Franse omzetting, wel werd geëxpliciteerd dat de 100-persoonen grens voor elke lidstaat afzonderlijk geldt. De consequentie daarvan is dat indien effecten in één van de lidstaten (ongeacht of dat het Verenigd Koninkrijk of een andere lidstaat is) aan meer dan 100 personen (andere dan gekwalificeerde beleggers) worden aangeboden, deze vrijstelling niet van toepassing kan zijn²⁴²⁵. Section 86(3) *Financial Services And Markets Act 2000* preciseert verder dat indien een aanbieding wordt gericht aan *trustees*, leden van een partnership (in deze hoedanigheid), of aan twee of meer personen gezamenlijk, deze aanbieding beschouwd moet worden als een aanbieding aan één enkele persoon²⁴²⁶. In de consultatiedocumenten had de UK Treasury aanvankelijk voorgesteld om deze 100-persoonen drempel over een periode van 12 maanden te berekenen, zoals dat het geval is voor de *de minimis* vrijstelling²⁴²⁷. Hierop kwam echter zware kritiek van de marktpartijen – niet in het minst van de toenmalige IPMA²⁴²⁸. De Engelse wetgever heeft dit voorstel daarom afgeblazen²⁴²⁹.

608. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN MINIMALE TEGENWAARDE VAN 50.000 EUR. De vrijstelling geldt ook voor aanbiedingen indien de minimum tegenwaarde (consideration) te betalen door elke persoon voor de verhandelbare effecten die door hem of haar tengevolge van de aanbieding

²⁴²⁵ Deze lezing werd eveneens bevestigd door B. VAN BEEK, “Maximum harmonisatie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 10, 275, op 275: “De Engelse toezichthouder is het hier blijkbaar niet mee eens en leest artikel 3 lid b onder b van de Prospectusrichtlijn anders. Zij is van mening dat indien in één van de lidstaten aan meer dan 100 personen wordt aangeboden deze vrijstelling niet van toepassing kan zijn in de andere lidstaten”.

²⁴²⁶ Resp. Section 86(3)(a), (b) en (c) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴²⁷ HM Treasury (i.s.m. de FSA), UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document, oktober 2004, 23, 4.18: “The approach adopted has been to implement this exemption on an aggregated basis calculated over a 12-month period. This approach is consistent with that set out in the Directive for the exemption where the consideration, over the same 12-month period, is less than 100,000 euros”. De ratio was artificiële opsplitsingen van aanbiedingen om zo onder de vrijstellingen te vallen, onmogelijk te maken. Zo gaf de Treasury aan dat: “Implementation in this way seeks to avoid the circumstances where successive offers of the same securities are made by the same person to fewer than 100 people in order to avoid the obligation to publish a prospectus. This approach is consistent with that adopted by the FSA for the Listing particulars under the existing Listing regime” (op 24, 4.20). Zie tevens N. BOARDMAN, “The United Kingdom”, in: D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 314, 319.

²⁴²⁸ INTERNATIONAL PRIMARY MARKET ASSOCIATION, “Response to HM Treasury Consultation of October 2004 on implementation of the Prospectus Directive”, ongedateerd (11 p.), 4: “We do not agree with the proposal to require that availability of the exemption for offers to fewer than 100 persons should be determined on an aggregate basis over a 12 month period. The Directive does not contain such a requirement and, if the UK introduced it, it would be running counter to the maximum harmonisation that is intended by the Directive. Those involved in pan-EU offerings would be faced with multiple, different rules on public offers across Member States and the market would be fractured as a result. It would also affect employee share option schemes, where multiple offers may be made to employees throughout the year, so that the 100 persons limit would be quickly reached making the exemption much less useful in this context. We assume that the reason for suggesting this extension of the Directive regime is a concern to prevent the use of avoidance devices – for example, offers of the same securities to 99 people on day one and another 99 on day two, where each offer technically constitutes a separate offer. However, we wonder whether this situation is not already dealt with by the FSA’s rules. Any such offers to retail customers in the UK will be made by persons authorised under FSMA, who are therefore subject to the FSA’s Conduct of Business Rules. For example, General Principle 1 requires firms to conduct their business with integrity; and General Principle 5 requires firms to observe proper standards of market conduct”. Zie eveneens FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “Response to the Consultation on UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC”, ongedateerd (6 p.), 2.

²⁴²⁹ HM Treasury, *Explanatory Memorandum to the Prospectus Regulations 2005* (3 p.), 3: “[...] three significant policy amendments to the draft Regulations were made in the light of the consultation responses. [...] two, not to require the formal aggregation of the number of offerees during a 12 month period, when applying the exemption from producing a prospectus in cases where an offer is made to fewer than 100 persons”. Zie tevens HM Treasury, *Final Regulatory Impact Assessment Prospectus Regulations 2005*, mei 2005 (14 p.), 12: “In light of these views, the Treasury has therefore decided not to require the formal aggregation of the number of offerees over a 12-month period for the purposes of the 100 persons’ exemption. It will instead be a matter for the regulator to monitor whether a number of successive offers constitutes one single offer or a series of different offers (and thus whether or not the exemption may apply)”. Zie verder ook HM Treasury, *Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses* (8 p.), 5.

worden verworven, minstens 50.000 EUR (of een equivalent bedrag) bedraagt²⁴³⁰. Er had nog kunnen verduidelijkt worden dat dit per afzonderlijke aanbieding moet gebeuren. Dat laatste blijkt nu immers niet expliciet (doch impliciet) uit de wettekst. Anders dan de tekst van de Prospectusrichtlijn, heeft de Engelse wetgever verduidelijkt dat, om van de vrijstelling te genieten, het niet noodzakelijk is dat de tegenwaarde ook in EUR moet voldaan worden; het is ook mogelijk deze in een andere valuta te voldoen, indien na berekening blijkt dat ook in deze andere valuta de drempel is bereikt. Section 86(5) *Financial Services And Markets Act 2000* bepaalt te dien einde dat een bedrag een “equivalent zal zijn” ten opzichte van een drempel in EUR indien dit een bedrag is van *gelijke* waarde (an amount of equal value), maar geheel of gedeeltelijk in een andere valuta of unit is gedenomineerd²⁴³¹; dit moet bovendien berekend worden op de laatste praktische dag (latest practicable date)²⁴³², en in elk geval niet meer dan 3 werkdagen, voor de aanbieding voor het eerst gedaan wordt²⁴³³.

609. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN NOMINALE WAARDE VAN 50.000 EUR. Eenzelfde vrijstelling geldt ook voor de verhandelbare effecten die aangeboden worden en die een nominale waarde hebben van minstens 50.000 EUR (of een equivalent bedrag)²⁴³⁴.

610. DE *DE MINIMIS* VRIJSTELLING. Ten slotte zijn ook aanbiedingen met een totale tegenwaarde van niet meer dan 100.000 EUR (of een equivalent bedrag) voor de aangeboden verhandelbare effecten vrijgesteld van de prospectusplicht²⁴³⁵. Daarbij wordt gepreciseerd dat, voor de beoordeling van deze grens, een aanbieding (“aanbieding A”) wordt samengeteld met elke andere aanbieding door dezelfde persoon van dezelfde categorie effecten die open was in de periode van 12 maanden die eindigt op de datum waarop de aanbieding A voor het eerst werd gedaan, en die ook daarvoor voldeed aan de *de minimis* vrijstellingsgrond²⁴³⁶.

611. KRITISCHE EVALUATIE. Op basis van het bovenstaande blijkt de Engelse wetgever de vrijstellingsregeling op een pragmatische wijze te hebben omgezet. Niettemin heeft de Engelse wetgever een aantal preciseringen toegevoegd. Zo wordt bijvoorbeeld telkens verduidelijkt dat in plaats van de drempel van 50.000 EUR ook een “equivalent bedrag” in een andere munteenheid geldt. Verder wordt ook gepreciseerd hoe de periode van 12 maanden moet berekend worden. De doorverkoopregeling is daarnaast niet opgenomen in de tekst van de wet, en ook met betrekking tot het discretionair vermogensbeheer is een afwijkende bepaling opgenomen. We gaan hieronder op elk van deze punten verder in.

2.3.5. Analyse van de omzetting in Duitsland

612. DE DUITSE OMZETTINGSWET. De Duitse omzettingswet is bijzonder dicht bij de tekst van de Prospectusrichtlijn gebleven. In wezen is Abschnitt 1, §3 zelfs een *letterlijke* overname van art. 3.2 Prospectusrichtlijn. Het vrijstellingskarakter is daarbij evident geëerbiedigd: de WpPG voorziet in vrijstellingen, niet in safe harbours. Conform de Prospectusrichtlijn, bevestigt de WpPG dat elke

²⁴³⁰ Section 86(1)(c) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴³¹ Section 86(5) *Financial Markets Act 2000*. Deze bepaling geldt zowel voor Section 86(1)(c), (d) en (e) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴³² Hierop werd tijdens de consultatie enigszins kritiek geuit. Zie FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “Response to the Consultation on UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC”, ongedateerd (6 p.), 4 : “Although it is helpful to clarify the meaning of “equivalent amount”, the phrase “latest practicable date” will always be open to argument”.

²⁴³³ Section 86(6) *Financial Markets Act 2000*. Deze bepaling geldt eveneens zowel voor Section 86(1)(c), (d) en (e) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴³⁴ Section 86(1)(d) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴³⁵ Section 86(1)(e) *Financial Markets Act 2000*.

²⁴³⁶ Cf. Section 86(4) *Financial Markets Act 2000* : “In determining whether subsection (1)(e) is satisfied in relation to an offer (“offer A”), offer A is to be taken together with any other offer of transferable securities of the same class made by the same person which (a) was open at any time within the period of 12 months ending with the date on which offer A is first made; and had previously satisfied subsection (1)(e)”.

verdere verhandeling telkens opnieuw een aanbieding zal uitmaken²⁴³⁷. Bovendien herneemt WpPG de bepaling van de Prospectusrichtlijn dat bij een plaatsing door financiële tussenpersonen een prospectus moet worden beschikbaar gesteld indien de definitieve plaatsing aan geen van de vrijstellingsvoorwaarden voldoet²⁴³⁸. Echter, de WpPG preciseert in dat opzicht dat het moet gaan om financiële instellingen in de zin van de *Kreditwesengesetzes*²⁴³⁹. De prospectusverplichting geldt meer bepaald niet voor de hierna volgende aanbiedingen.

613. DE VRIJSTELLING VOOR GEKWALIFICEERDE BELEGERS. Aanbiedingen die uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers gericht zijn, zijn vrijgesteld van de prospectusplicht²⁴⁴⁰; deze vrijstellingsgrond is woordelijk identiek aan deze van art. 3.2.a van de Prospectusrichtlijn.

614. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN AAN MINDER DAN 100 PERSONEN. Eenzelfde vrijstellingsgrond geldt voor aanbiedingen *die in elke lidstaat van de E.E.R.* aan minder dan 100 niet-gekwalificeerde beleggers zijn gericht²⁴⁴¹. Dit is een lichte herformulering – inkorting – van de formulering van de Prospectusrichtlijn (“100 natürliche oder juristische Personen pro Mitgliedstaat richtet, bei denen es sich nicht um qualifizierte Anleger handelt”). De precisering dat het zowel om natuurlijke als rechtspersonen kan gaan, is weggefallen, maar er lijken geen argumenten voorhanden die tot een restrictieve lezing zouden leiden, temeer aangezien onder de Duitse omzettingwet ook natuurlijke personen tot gekwalificeerde beleggers kunnen behoren²⁴⁴². Belangrijker is echter dat de Duitse wetgever heeft verduidelijkt dat de 100 personen-grens per E.E.G. lidstaat geldt. Dat wil zeggen dat, indien een aanbieding in Duitsland gebeurt aan minder dan 100 personen, maar in een andere E.E.R. lidstaat aan meer dan 100 personen, deze aanbieding in Duitsland prospectusplichtig zal zijn, indien Duitsland de lidstaat van herkomst is²⁴⁴³.

615. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN MINIMALE TEGENWAARDE VAN 50.000 EUR. Verder zijn ook de aanbiedingen vrijgesteld die gericht zijn aan beleggers, die bij elke afzonderlijke aanbieding de effecten slechts kunnen verwerven tegen een minimale tegenwaarde (Mindestbetrag) van 50.000 EUR per belegger²⁴⁴⁴. Opnieuw is dit een identieke, woordelijke overname van art. 3.2.c Prospectusrichtlijn²⁴⁴⁵.

616. DE VRIJSTELLING VOOR AANBIEDINGEN MET EEN NOMINALE WAARDE VAN 50.000 EUR. Een vrijstelling geldt ook voor aanbiedingen van effecten die een minimale nominale waarde van 50.000 EUR hebben²⁴⁴⁶. Dit is een lichte herformulering van de tekst van de Prospectusrichtlijn, zonder dat deze herformulering de inhoud van de vrijstelling wijzigt²⁴⁴⁷.

617. DE *DE MINIMIS* VRIJSTELLING. Ten slotte geldt ook een vrijstelling voor aanbiedingen indien de verkoopprijs (Verkaufspreis) voor alle aangeboden effecten minder dan 100.000 EUR bedraagt. Deze

²⁴³⁷ Abschnitt 1, §3, 2, *in fine Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴³⁸ Abschnitt 1, §3, 2, *in fine Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴³⁹ §1 Abschnitt. 1b, §53 Abs. 1 Satz 1 of § 53b Abs. 1 Satz 1 of Abs. 7 van de *Kreditwesengesetzes*.

²⁴⁴⁰ Abschnitt 1, §3, 2, 1 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴⁴¹ Abschnitt 1, §3, 2, 2 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴⁴² Abschnitt 1, §2, 6, e *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴⁴³

²⁴⁴⁴ Abschnitt 1, §3, 2, 3 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴⁴⁵ Enkel het woord “kunnen” is terecht ingevoegd. Op te merken valt dat de *Wertpapierprospektgesetz*, anders dan de meeste andere onderzochte omzettingswetten, ook heeft overgenomen dat deze drempel per afzonderlijke aanbieding moet bereikt zijn.

²⁴⁴⁶ Abschnitt 1, §3, 2, 4 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁴⁴⁷ Art. 3.2.d Prospectusplicht formuleert de vrijstelling als toepasselijk “Angebote von Wertpapieren mit einer Mindeststückelung von 50000 EUR”, terwijl de ein *Wertpapierprospektgesetz* de vrijstelling van toepassing verklaart “*sofern* die Wertpapiere eine Mindeststückelung von 50.000 Euro haben” (eigen cursivering). Zoals gezegd, kan men o.i. daaruit geen inhoudelijke wijzigingen afleiden.

drempel moet berekend worden over een periode van twaalf maanden²⁴⁴⁸. De verwijzing naar “verkoopprijs” is eveneens een herformulering van de Prospectusrichtlijn, die de term “gezamenlijke tegenwaarde” (Gesamtgegenwert) hanteerde.

618. KRITISCHE EVALUATIE. De Duitse omzetting blijkt grotendeels een letterlijke overname van de bepalingen van de Prospectusrichtlijn te zijn. Niettemin heeft ook de Duitse wetgever een – zij het relatief beperkt – aantal preciseringen toegevoegd, die evenwel een significante impact kunnen hebben (in het bijzonder de toevoeging dat de 100-personen grens per lidstaat moet worden beoordeeld).

2.3.6. Synthese van het rechtsvergelijkend onderzoek

619. AANZIENLIJKE DIVERGENTIES. Deze analyse toont aan dat er in de onderzochte jurisdicties aanzienlijke divergenties bestaan, zowel op een fundamenteel niveau als op een juridisch-technisch niveau. Meer in detail kan men het volgende concluderen.

Een *eerste conclusie* betreft de omzetting van art. 3.2 Prospectusrichtlijn als een vrijstellingsregeling dan wel een safe harbour-regeling. Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk hebben art. 3.2 Prospectusrichtlijn omgezet als vrijstellingen. Dat betekent dat de aanbiedingen weliswaar een openbaar karakter hebben, maar niettemin vrijgesteld zijn van de prospectusplicht. Dergelijke omzetting is in lijn met de Prospectusrichtlijn die, anders dan het Gewijzigd voorstel, inderdaad dergelijke vrijstellingsregeling betreft. De Belgische en de Franse wetgevers zijn daarentegen afgeweken van de Prospectusrichtlijn door de aanbiedingen die zijn vrijgesteld van de prospectusplicht tevens te beschouwen als aanbiedingen die geen openbaar karakter hebben. Men kan dit aanduiden als een safe harbour: de uitgevende instellingen hebben namelijk de zekerheid dat dergelijke aanbiedingen uit hun aard als niet-openbare aanbiedingen te beschouwen zijn. Volledigheidshalve kan nog worden aangestipt dat – anders dan in België – in Frankrijk de safe harbours zelf relatief zijn : zelfs indien de safe harbour van toepassing zal zijn, zal de verrichting voor bepaalde doeleinden – met name de bepalingen van het strafwetboek – toch nog gelden als openbaar beroep op het spaarwezen.

De gekwalificeerde beleggers-vrijstelling, *ten tweede*, is grotendeels correct omgezet. In elk van de onderzochte jurisdicties werd (bijna) woordelijk art. 3.2.a Prospectusrichtlijn herhaald. Niettemin werd in twee jurisdicties de noodzaak aangevoeld om een bijkomende precisering toe te voegen met betrekking tot de vraag of een aanbieding aan een vermogensbeheerder die voor rekening van cliënten optreedt, al dan niet uitgesloten is. De Franse wetgever heeft de safe harbour om die reden uitdrukkelijk uitgebreid tot aanbiedingen die uitsluitend gericht zijn aan vermogensbeheerders die voor rekening van derden optreden. De Engelse wetgever heeft bepaald dat aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers die ten behoeve van hun cliënten een discretionaire vermogensbeheersdienst verrichten, niet beschouwd worden als tevens een aanbieding aan hun cliënten. Ook in Nederland werd bij het consultatieproces door een advocatenkantoor de vraag gesteld om duidelijkheid te verschaffen omtrent het feit dat “bij financiële intermediairs die een vrijehand beheer hebben over de portefeuille van hun cliënten, een dergelijke plaatsing niet onder [de prospectusplicht] dient te vallen”. Dergelijke toevoeging lijkt op het eerste zicht in gespannen voet te staan met art. 3.2 Prospectusrichtlijn dat immers uitdrukkelijk bepaalt dat “[d]e plaatsing van effecten via financiële intermediairs wordt afhankelijk gesteld van de publicatie van een prospectus indien voor de definitieve plaatsing aan geen enkele van de voorwaarden onder a) tot en met e) is voldaan”. In *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 2.2* hebben we geargumenteed dat, op basis van onze lezing van de tekst van de Prospectusrichtlijn, een plaatsing “definitief” is op het ogenblik dat de effecten belanden bij de beleggers aan wie beoogd werd de effecten te verkopen (cf. “de beleggers die in staat waren – gezien het prospectus – tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten”). Ingeval van discretionair beheer is het de vermogensbeheerder die besluit tot aankoop van of inschrijving op de effecten. De “definitieve” plaatsing vindt bijgevolg als algemene regel plaats op het niveau van de discretionaire vermogensbeheerder. Indien daarentegen de cliënt zelf een concrete

²⁴⁴⁸ Abschnitt 1, §3, 2, 5 Wertpapierprospektgesetz.

investeringsbeslissing maakt – zoals het geval zal zijn bij diensten van beleggingsadvies – zal de “definitieve plaatsing” plaatsvinden op het niveau van de cliënt. Op basis van dergelijke lezing lijkt het dat de toevoeging door de Franse en de Engelse wetgevers volgt uit de Prospectusrichtlijn zelf, doch in de context van de bepalingen inzake de “doorverkoop” dient geplaatst te worden.

Dit brengt ons bij een *derde conclusie*. In een aantal onderzochte jurisdicties – met name Nederland en Frankrijk – is precies deze bepaling inzake de doorverkoop weggefallen. Zo werd in de Franse wet bepaald dat de “gekwalificeerde beleggers” en de “beperkte kring van beleggers” “voor eigen rekening” moeten handelen. Er is aangestipt dat met de toevoeging van de woorden “voor eigen rekening” de doorverkoop-regeling wordt benaderd, maar dat er daaromtrent niettemin verscheidene vragen kunnen rijzen. Daarnaast werden ook in de Nederlandse omzettingwet de bepalingen inzake de doorverkoop niet overgenomen; de Nederlandse wetgever nam blijkbaar genoeg dit te preciseren in de voorbereidende werken.

Ten vierde, zoals reeds hoger gezegd, wat de 100 personen-drempel betreft, bestaan twee omzettingsbenaderingen die tegenover mekaar staan. Volgens de Nederlandse wetgever, net als – weliswaar minder uitgesproken – volgens de Franse wetgever, is de 100 personen-vrijstelling van toepassing ook als in een andere lidstaat aan meer dan 100 personen wordt aangeboden. Er kan met andere woorden abstractie gemaakt worden voor aanbiedingen buiten het eigen grondgebied. In het Verenigd Koninkrijk en Duitsland werd daarentegen geëxpliciteerd dat de 100-persone grens voor elke lidstaat afzonderlijk geldt. De consequentie daarvan is dat indien effecten in één van de lidstaten aan meer dan 100 personen (andere dan gekwalificeerde beleggers) worden aangeboden, deze vrijstelling niet van toepassing kan zijn. Ook België blijkt, op basis van een letterlijke lezing van de tekst van de wet, voor deze laatste oplossing gekozen te hebben. Het moet daarbij verder worden benadrukt dat het karakter van de combineerbaarheid verre van duidelijk is (zie de bespreking in de vorige afdeling).

Ten vijfde, is de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR en met een minimale nominale waarde van 50.000 EUR in alle onderzochte jurisdicties getrouw omgezet. De Engelse wetgever heeft hieraan nog toegevoegd dat, om van de vrijstelling te genieten, het niet noodzakelijk is dat de tegenwaarde ook in EUR moet voldaan worden; het is ook mogelijk deze in een andere valuta te voldoen, indien na berekening blijkt dat ook in deze andere valuta de drempel is bereikt.

Ten slotte, werd ook de *de minimis* vrijstellingsgrond (nl. voor aanbiedingen voor een bedrag van minder dan 100.000 EUR) werd getrouw omgezet in de diverse onderzochte jurisdicties. Het is evenwel niet duidelijk of het grensbedrag van de *de minimis* lidstaat per lidstaat geldt, of voor de gehele E.E.R. (cf. de discussie omtrent de 100 personen grens hierboven). Bovendien heeft de Engelse wetgever gepreciseerd dat, voor de beoordeling van deze grens, een aanbieding (“aanbieding A”) wordt samengeteld met elke andere aanbieding door dezelfde persoon van dezelfde categorie effecten die open was in de periode van 12 maanden die eindigt op de datum waarop de aanbieding A voor het eerst werd gedaan, en die ook daarvoor voldeed aan de *de minimis* vrijstellingsgrond.

2.4. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST VAN DEEL 1 EN FORMULERING VAN EEN ALTERNATIEF

620. KRITISCHE EVALUATIE VAN DE VASTSTELLINGEN. In bovenstaande analyse hebben we vastgesteld dat er enerzijds op het niveau van de Prospectusrichtlijn een aantal onduidelijkheden bestaan met betrekking tot de juridische aard van het vrijstellingsregime (cf. afdeling 2.2) en er anderzijds ook op het niveau van de omzettingswetten een aantal divergenties zijn (cf. afdeling 2.3). In afdeling 2.2 werden reeds een aantal *de lege ferenda* voorstellen ter overweging gegeven die op het niveau van de Prospectusrichtlijn meer duidelijkheid kunnen brengen. Hoewel we hebben benadrukt dat het precies omlijnen van de reikwijdte van het vrijstellingsregime in de Prospectusrichtlijn in wezen een

beleids optie is voor de Europese wetgever, meenden we dat op basis van de harmonisatietest argumenten bestaan om het vrijstellingsregime toe te passen op E.E.R basis, en niet meer lidstaat per lidstaat. Ons *de lege ferenda* voorstel bestond er daarom in om art. 3.2 Prospectusrichtlijn te amenderen met als effect dat, indien voor een aanbieding waarbij de effecten definitief geplaatst worden in één of meerdere lidstaten aan geen enkele van de aanbiedingsvrijstellingen is voldaan, de voorwaarden geacht zullen worden ook in de andere lidstaten niet voldaan te zijn. De analyse hieronder beoogt daarop verder kritisch in te gaan, en onderzoekt of dit *de lege ferenda* voorstel een antwoord kan bieden op de omzettingsverschillen die in afdeling 2.3 werden geïdentificeerd.

2.4.1. Aanzienlijke divergenies (en de relevantie daarvan)

621. DIVERGENTIES GETOETST AAN DE HARMONISATIETEST. Kunnen de in afdeling 2.3 geïdentificeerde divergenties een negatieve impact hebben op de efficiëntie van de intermediatie? Geconfronteerd met de divergenties kunnen de uitgevende instellingen in beginsel kiezen voor vier verschillende houdingen. Ten eerste kan men het risico neutraliseren door in elke lidstaat waar ook een vrijgestelde aanbieding plaatsvindt, toch via het Europees paspoort een prospectus te exporteren. Dit is de veiligste oplossing, doch impliceert de vertalings- en aansprakelijkheidskosten die met een dergelijk Europees paspoort gepaard gaan. Bovendien bestaat deze mogelijkheid niet indien een *private placement* plaatsvindt waarvoor in geen enkele lidstaat een prospectus wordt gepubliceerd. De transactiekosten die gepaard gaan met deze oplossing hebben een rechtstreekse, negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Een tweede optie bestaat erin om de vrijstellingsregeling zo correct mogelijk toe te passen. Gegeven de divergenties, zullen de juridische raadgevers desgevallend de toezichthoudende overheden in elk van de lidstaten waar de effecten worden aangeboden, contacteren om zekerheid te verkrijgen dat de concrete grensoverschrijdende aanbieding inderdaad kan genieten van de vrijstellingen. Wegens de ruime definitie van het begrip “openbare aanbieding” betekent dit dat men in een aanzienlijk aantal jurisdicties advies zal moeten inwinnen. Dat resulteert eveneens in transactiekosten (inclusief potentieel tijdverlies), met andermaal een rechtstreekse, negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Dat dit niet illusoir is, wordt aangegeven door het hierboven geciteerde artikel van VON LACKUM, MEYER EN WITT – overigens advocaten in het Duitse advocatenkantoor HENGELER MUELLER – die concludeerden dat, tenzij CESR bijkomend actie onderneemt, het raadzaam is om met elke relevante toezichthoudende overheid na te gaan of deze akkoord gaat met de interpretatie van de uitgevende instelling²⁴⁴⁹. Bovendien, terwijl deze voorzichtigheid nog aan de dag kan worden gelegd bij bijvoorbeeld een IPO met een bijkomende *private placement* in een aantal andere lidstaten, is het weinig realistisch dit te verwachten van uitgevende instellingen die uitsluitend een *private placement* in een aantal lidstaten wensen te doen. Het is ook niet zeker dat de toezichthoudende overheden een dergelijke bevestiging zullen willen geven. Een derde optie is het spiegelbeeld van de tweede optie. Deze optie bestaat erin de aanbieding te laten plaatsvinden zoals gepland, en erop te vertrouwen dat deze voldoet aan de omgezette vrijstellingsvoorwaarden in de relevante jurisdicties, hoewel de uitgevende instelling daaromtrent niet beschikt over een absolute zekerheid. De kosten van juridisch advies en het eventuele tijdverlies worden geminimaliseerd maar op basis van onze analyse in afdeling 2.2 en afdeling 2.3, is het evident dat hier een bepaalde mate van risico voor de uitgevende instelling ontstaat. Een vierde en laatste – meest pragmatische – optie bestaat erin de aanbieding te beperken tot een aantal jurisdicties waarmee de uitgevende instelling vertrouwd is. Op deze wijze reduceert men elke vorm van bijkomende onzekerheid. Het lijkt evenwel aannemelijk dat deze optie een negatieve impact kan hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie en indruist tegen de doelstellingen van de Prospectusrichtlijn, die precies gericht is op een zo volledig mogelijke integratie van de kapitaalmarkten, om zo de grensoverschrijdende financieringsmogelijkheden voor de uitgevende instellingen te vergemakkelijken.

622. CONCLUSIE OMTRENT DE RELEVANTIE VAN DEZE DIVERGENTIES. Geen enkele van deze vier houdingen biedt echt een bevredigend antwoord op de onzekerheden die voortspruiten uit de

²⁴⁴⁹ Idem, 105 : “Until then it may be advisable to verify with each involved national supervisory authority which of the above mentioned interpretations is supported and whether a prospectus or the passporting of a prospectus is required [...]”.

divergenties. Ook lijkt het op basis van het voorgaande plausibel dat de divergenties een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de intermediatie : de vraag naar financiering zal immers potentieel minder makkelijk het aanbod van financieringsmogelijkheden ontmoeten. De vraag rijst bijgevolg of een alternatief kan worden geformuleerd waarbij de efficiëntie van de intermediatie kan worden verhoogd. Om deze vraag beter te beantwoorden, vergelijken we het vrijstellingsregime van de Prospectusrichtlijn – beknopt – met de toepasselijke regels die gelden in de V.S. Er moet daarbij andermaal worden benadrukt dat geen exhaustief overzicht van deze regels wordt beoogd; dat zou het bestek van het onderzoek te buiten gaan.

2.4.2. Vergelijking met de 1933 Securities Act

623. DE “EXEMPTIONS” OP SECTION 5 1933 SECURITIES ACT. Voor een beschrijving van de 1933 Securities Act verwijzen we naar *Hoofdstuk 2 van Deel 2*. Op de regels inzake openbare aanbiedingen bestaan diverse vrijstellingen. Ten eerste bepaalt Section 3(a)(11) dat de zogenaamde “*intrastate offerings*” niet onderworpen zijn aan de 1933 Securities Act. Ten tweede kunnen ingevolge Section 3(b) van de 1933 Securities Act ook de “*small offerings*” vrijgesteld worden van Section 5. Ten derde bepaalt Section 4(2) van de 1933 Securities Act bepaalt dat Section 5 niet van toepassing is op : “*transactions by an issuer not involving any public offering*” (eigen cursivering). In de randnummers gaan we op elk van deze categorieën van vrijstellingen dieper in.

624. “INTRASTATE OFFERINGS”. Section 3(a) van de 1933 Securities Act definieert “*intrastate offerings*” als aanbiedingen van “[a]ny security which is a part of an issue offered and sold only to persons resident within a single State or Territory, where the issuer of such security is a person resident and doing business within or, if a corporation, incorporated by and doing business within, such State or Territory”²⁴⁵⁰. De SEC heeft in dat opzicht verder bepaald dat de aanbieding niet opsplitsbaar is : indien een deel van de effecten worden aangeboden aan zelfs maar één “*non-resident*”, maakt dit automatisch het beroep op deze vrijstelling voor de gehele aanbieding onmogelijk²⁴⁵¹. Uit deze “*intrastate offering exemption*” volgt dat zowel de uitgevende instelling en de aanbieder als de belegger een vaststaande link dienen te hebben met één staat of grondgebied. Deze link werd inhoudelijke invulling gegeven in Rule 147²⁴⁵². Deze safe harbour regel creëerde, aldus LOSS, “certainty at the price of strictness”²⁴⁵³. Ten eerste bepaalt Rule 147(d)(2) dat een persoon geacht zal worden zijn of haar woonplaats (resident) in een staat of op een grondgebied te hebben, namelijk indien deze persoon, op het ogenblik van de aanbieding en de verkoop aan hem of haar, zijn of haar voornaamste verblijfplaats heeft in deze staat of dat grondgebied²⁴⁵⁴. Voorts voorziet Rule 147(c)(2) in een aantal – cumulatieve²⁴⁵⁵ – criteria op basis

²⁴⁵⁰ Section 3(a)(11) van de 1933 Securities Act. Deze vrijstelling geldt enkel voor de federale 1933 Securities Act, en niet de eventueel toepasselijke effectenregelgevingen per staat (zie T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 165).

²⁴⁵¹ Cf. Release 4434 : “[a]n offer to a nonresident which is considered a part of the intrastate issue will render the exemption unavailable to the entire offering”. Zie tevens L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 297.

²⁴⁵² Cf. Rule 147(a) : “Offers, offers to sell, offers for sale and sales by an issuer of its securities made in accordance with all of the terms and conditions of this rule shall be deemed to be part of an issue offered and sold only to persons resident within a single state or territory where the issuer is a person resident and doing business within such state or territory, within the meaning of section 3(a)(11) of the Act”. Zie tevens Release 4434 en Release 5450.

²⁴⁵³ L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 295-296 : “This means that, on the one hand, the rules assures safety if all its sometimes stringent conditions are satisfied and that, on the other hand, an issuer that fails to satisfy one or more conditions may still fall back on the statutory language itself”. Cf. tevens T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 171 en 177 : “The entire premise of the intrastate exemption is that the states are more appropriate regulators for transactions occurring solely within the borders of a single state. Accordingly, the transactions must be registered under state law unless an exemption can be found”.

²⁴⁵⁴ Rule 147(d)(2) : “An individual shall be deemed to be a resident of a state or territory if such individual has, at the time of the offer and sale to him, his principal residence in the state or territory”.

waarvan de uitgevende instelling geacht zal worden haar bedrijf te voeren in een staat of op een grondgebied, met name indien deze uitgevende instelling minstens 80 percent van haar bruto omzet (en de omzet van haar dochterondernemingen op een geconsolideerde basis)²⁴⁵⁶, indien voorafgaand aan de aanbieding, minstens 80 percent van de activa van de uitgevende instelling (en haar dochterondernemingen op een geconsolideerde basis) gelocaliseerd zijn in deze staat of op dit grondgebied²⁴⁵⁷, indien de uitgevende instelling beoogt om, en zal, minstens 80% van de netto opbrengst in deze staat of op dit grondgebied te gebruiken²⁴⁵⁸, en, ten slotte, indien het voornaamste kantoor van de uitgevende instelling is gelocaliseerd in deze staat of dit grondgebied²⁴⁵⁹. Bovendien voorziet Rule 147(e) in een verbod, gedurende 9 maanden, op doorverkoop aan personen buiten de staat of het grondgebied in kwestie²⁴⁶⁰. Deze doorverkoop bepaling moet ook uitdrukkelijk worden vermeld op een *legend*²⁴⁶¹. Ten slotte moet van de beleggers een schriftelijke verklaring worden verkregen omtrent zijn of haar woonplaats.

625. “SMALL OFFERINGS”. Zoals LOSS opmerkt : “[s]mall business’ if the darling of Congress and the essence of the American dream. But ‘small business’ is also the source of many of the frauds and other problems at which securities regulation is directed”²⁴⁶². Section 3(b) van de 1933 Securities Act voorziet in dat opzicht in een mogelijkheid voor de SEC om “kleine aanbiedingen” vrij te stellen, en dit tot een drempel van 5.000.000 USD²⁴⁶³. Dit bedrag was in 1933 oorspronkelijk 100.000 USD en werd laatst in 1980 verhoogd tot 5.000.000 USD; een voorstel in 1992 om de drempel te verdubbelen tot 10.000.000 USD, werd niet aanvaard²⁴⁶⁴. Anders dan bijvoorbeeld de “*intrastate offering exemption*” bevat Section 3(b) zelf niet rechtstreeks een vrijstellingsgrond, maar delegeert het aan de SEC om technische vrijstellingsregelingen uit te werken. Op basis van deze rechtsgrondslag werden door de SEC inderdaad verschillende regelingen uitgevaardigd, zoals Regulation A of Regulation D (die zelf uiteenvalt in de drie vrijstellingsgronden van Rule 504, Rule 505 en Rule 506)²⁴⁶⁵.

²⁴⁵⁵ L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 299, voetnoot g en op 303.

²⁴⁵⁶ Rule 147(c)(2)(i) : “[The issuer shall be deemed to be doing business within a state or territory if:] [t]he issuer derived at least 80 percent of its gross revenues and those of its subsidiaries on a consolidated basis”.

²⁴⁵⁷ Rule 147(c)(2)(ii) : “[...] [t]he issuer had [...] prior to the first offer of any part of the issue, at least 80 percent of its assets and those of its subsidiaries on a consolidated basis located within such state or territory”.

²⁴⁵⁸ Rule 147(c)(2)(iii) : “[...] [t]he issuer intends to use and uses at least 80 percent of the net proceeds to the issuer from sales [...] within such state or territory”.

²⁴⁵⁹ Rule 147(c)(2)(iv) : “[...] [t]he principal office of the issuer is located within such state or territory”.

²⁴⁶⁰ Rule 147(e) : “During the period in which securities that are part of an issue are being offered and sold by the issuer, and for a period of nine months from the date of the last sale by the issuer of such securities, all resales of any part of the issue, by any person, shall be made only to persons resident within such state or territory”.

²⁴⁶¹ Rule 147(f)(1)(i) : “The issuer shall, in connection with any securities sold by it pursuant to this rule: [...] place a legend on the certificate or other document evidencing the security stating that the securities have not been registered under the Act and setting forth the limitations on resale contained in paragraph (e)”.

²⁴⁶² L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 305.

²⁴⁶³ Section 3(b) van de *1933 Securities Act* : “The Commission may from time to time by its rules and regulations, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, add any class of securities to the securities exempted as provided in this section, if it finds that the enforcement of this subchapter with respect to such securities is not necessary in the public interest and for the protection of investors by reason of the small amount involved or the limited character of the public offering; but no issue of securities shall be exempted under this subsection where the aggregate amount at which such issue is offered to the public exceeds \$5,000,000”. Voor een kritische bespreking van deze “*small offering exemptions*” zie A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 35-36 : “In the name of reducing regulatory costs, the SEC’s exemptive rules have cut away significant layers of regulatory protection. Ironically, for those issuers with the least market following and investors with the least professional assistance, the SEC regulatory dispensation is the greatest”. Zie tevens S. CHOI, “Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation”, 2 *J. Small & Emerging Bus. L.*, 1998, 27.

²⁴⁶⁴ T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 180-181.

²⁴⁶⁵ Deze zijn de meest gebruikte, algemene vrijstellingsgronden. Ook bestaan meer specifieke vrijstellingsgronden zoals bijvoorbeeld Rule

626. REGULATION A. Op basis van Regulation A, ten eerste, mag een uitgevende instelling effecten aanbieden voor een totaal bedrag van niet meer dan 5.000.000 USD per jaar en op voorwaarde dat een *offering circular* wordt gepubliceerd en de transactie genotificeerd wordt aan de SEC²⁴⁶⁶. Anders dan een *registered offering* onder Section 5, laat Rule 254 toe dat voordat de *offering circular* wordt gepubliceerd, potentiële beleggers worden aangesproken (het zogenaamde “*testing the waters*”)²⁴⁶⁷. Naast diverse andere voordelen²⁴⁶⁸, vergroot Rule 260 aanzienlijk de rechtszekerheid door te voorzien dat niet betekenisvolle afwijkingen van de vereisten onder Regulation A in bepaalde omstandigheden niet zullen beletten dat toch nog gebruik kan gemaakt worden van de vrijstelling²⁴⁶⁹. Nadelen van deze Regulation A zijn anderzijds dat bepaalde uitgevende instellingen zijn uitgesloten uit haar toepassingsgebied. Zo bijvoorbeeld dient de uitgevende instelling die gebruik wenst te maken van deze vrijstelling opgericht zijn onder het recht van de Verenigde Staten of Canada, en daar ook haar voornaamste handelsactiviteiten verrichten²⁴⁷⁰.

627. REGULATION D. Zoals gezegd, valt Regulation D zelf uiteen in de drie vrijstellingsgronden van Rule 504, Rule 505 en Rule 506. Vier voorwaarden zijn gemeenschappelijk aan elk van deze vrijstellingen onder Regulation D. Ten eerste wordt voorzien in een factuele “*integration test*” (zie volgend randnummer). Een tweede voorwaarde betreft het soort informatie dat aan de uitgevende instellingen moet worden gegeven. Rule 502(b) voorziet in een relatief complexe regeling waarbij dit soort informatie afhankelijk is van een aantal factoren, zoals de hoedanigheid van de belegger (is deze al dan niet een *accredited investor*?)²⁴⁷¹, de hoedanigheid van de uitgevende instelling (is deze al dan

701 (*Exemption for Offers and Sales of Securities Pursuant to Certain Compensatory Benefit Plans and Contracts Relating to Compensation*).

²⁴⁶⁶ Zie Rule 251 t.e.m. Rule 263.

²⁴⁶⁷ Rule 254. Zie tevens T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 183 en 188. Er moet opgemerkt worden dat deze *testing the waters* niet zonder voorwaarden is. Zo bepaalt Rule 254(a) : “An issuer may publish or deliver to prospective purchasers a written document or make scripted radio or television broadcasts to determine whether there is any interest in a contemplated securities offering. Following submission of the written document or script of the broadcast to the Commission, as required by paragraph (b) of this section, oral communications with prospective investors and other broadcasts are permitted. The written documents, broadcasts and oral communications are each subject to the antifraud provisions of the federal securities laws. No solicitation or acceptance of money or other consideration, nor of any commitment, binding or otherwise, from any prospective investor is permitted. No sale may be made until qualification of the offering statement”. Zie verder Rule 254(b) : “While not a condition to any exemption pursuant to this section: 1. On or before the date of its first use, the issuer shall submit a copy of any written document or the script of any broadcast with the Commission's main office in Washington, D.C.[...] 2. The written document or script of the broadcast shall: 1. state that no money or other consideration is being solicited, and if sent in response, will not be accepted; 2. state that no sales of the securities will be made or commitment to purchase accepted until delivery of an offering circular that includes complete information about the issuer and the offering; 3. state that an indication of interest made by a prospective investor involves no obligation or commitment of any kind; and 4. identify the chief executive officer of the issuer and briefly and in general its business and products. [...] 4. Sales may not be made until 20 calendar days after the last publication or delivery of the document or radio or television broadcast”.

²⁴⁶⁸ T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 183. Deze auteur somt een aantal voordelen van de Regulation A aanbieding op. Zo is deze in het algemeen goedkoper en resulteert dergelijke aanbieding ook niet in de verregaande periodieke rapportering onder de Securities Exchange Act of 1934 (zie 183-184).

²⁴⁶⁹ Rule 260, punt 1 : “A failure to comply with a term, condition or requirement of Regulation A will not result in the loss of the exemption from the requirements of section 5 of the Securities Act for any offer or sale to a particular individual or entity, if the person relying on the exemption establishes: 1. the failure to comply did not pertain to a term, condition or requirement directly intended to protect that particular individual or entity; 2. the failure to comply was insignificant with respect to the offering as a whole, provided that any failure to comply with paragraphs (a), (b), (d)(1) and (3) of rule 251 shall be deemed to be significant to the offering as a whole; and 3. a good faith and reasonable attempt was made to comply with all applicable terms, conditions and requirements of Regulation A”.

²⁴⁷⁰ Zie Rule 251(a)(1). Er bestaan daarnaast diverse andere voorbeelden van uitsluitingen. Een illustratie is de “*bad boy*” diskwalificatie, indien in het verleden bepaalde overtredingen van, of problemen inzake, de effectenregelgeving zijn vastgesteld (zie Rule 262).

²⁴⁷¹ Cf. Rule 502(b)(1) : “If the issuer sells securities under Rule 505 or Rule 506 to any purchaser that is not an accredited investor, the issuer shall furnish the information specified in paragraph (b)(2) of this section to such purchaser a reasonable time prior to sale. The issuer is not required to furnish the specified information to purchasers when it sells securities under Rule 504, or to any accredited investor”.

niet onderworpen aan de periodieke informatieverplichtingen onder de 1934 Exchange Act?)²⁴⁷² de precieze Rule waarop een beroep wordt gedaan, of de hoegrootheid van de aanbieding²⁴⁷³. Ten derde wordt een aanbieding via een algemene sollicitering of algemene reclame verboden²⁴⁷⁴. Dit verbod slaat op onder meer alle advertenties, artikels, berichten of mededelingen in kranten, magazines, soortgelijke media of op televisie of op de radio alsook seminars of vergaderingen waarbij de participanten zijn uitgenodigd via een algemene sollicitering of algemene reclame²⁴⁷⁵. Een vierde en laatste voorwaarde betreft beperkingen op doorverkoop²⁴⁷⁶. Effecten die zijn aangeboden op grond van Regulation D, mogen niet worden doorverkocht²⁴⁷⁷. De uitgevende instelling moet redelijke voorzichtigheid (*reasonable care*) aan de dag leggen om te verzekeren dat deze doorverkoop regeling wordt nageleefd. Dergelijke redelijke voorzichtigheid kan worden aangetoond via onder meer een redelijk onderzoek om uit te maken of de belegger de effecten voor zichzelf of voor andere personen koopt, een schriftelijke verklaring aan elke belegger voor de verkoop omtrent de vrijstelling en de restricties inzake doorverkoop en een schriftelijke waarschuwing dienaangaande op het certificaat²⁴⁷⁸. Ten slotte verplicht Rule 503 om de SEC te notificeren van het gebruik van de vrijstelling onder Regulation D, en dit binnen een periode van 15 dagen²⁴⁷⁹.

628. RULE 504. De belangrijkste karakteristieken van Rule 504 kunnen als volgt worden samengevat. Het bedrag van de aanbieding moet minder zijn dan 1.000.000 USD²⁴⁸⁰. Er is evenwel geen beperking in het aantal beleggers aan wie de effecten mogen worden aangeboden. Er moet ook geen informatie worden gepubliceerd. Er is evenmin een bepaalde sofisticatie van de beleggers vereist. Ten slotte is voorzien in een beperking inzake de doorverkoop.

629. RULE 505. Anders dan bij Rule 504, moet het bedrag van de aanbieding minder zijn dan 5.000.000 USD. Het aantal beleggers aan wie de effecten mogen worden aangeboden, is bovendien beperkt tot 35 beleggers²⁴⁸¹. Op deze regel zijn evenwel een aantal uitzonderingen voorzien : zo bijvoorbeeld bestaat geen kwantitatieve beperking voor aanbiedingen aan “geaccrediteerde beleggers” (“*accredited investors*”; op deze notie wordt in de volgende afdeling verder ingegaan)²⁴⁸². Er moet ook bepaalde informatie worden gepubliceerd, doch enkel voor de niet-geaccrediteerde beleggers. Toch zijn er gelijkenissen met Rule 504. Zo is evenmin een bepaalde sofisticatie van de beleggers vereist en is eveneens voorzien in een beperking inzake de doorverkoop.

630. SECTION 4(6) 1933 SECURITIES ACT. Een verder type van vrijgestelde aanbieding voor een

²⁴⁷² Cf. Rule 502(b)(2)(i) : “If the issuer is not subject to the reporting requirements of section 13 or 15(d) of the Exchange Act, at a reasonable time prior to the sale of securities the issuer shall furnish to the purchaser, to the extent material to an understanding of the issuer, its business and the securities being offered [...]”.

²⁴⁷³ Rule 502(b). Zie T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 195-196.

²⁴⁷⁴ Rule 502 (c), waarin ook voorzien wordt in een uitzondering voor wat betreft Rule 504(b)(1) alsook voor wat betreft berichten die in overeenstemming met Rule 230.135c worden gepubliceerd.

²⁴⁷⁵ Rule 502 (c). T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 197-198 : “The concept of general solicitation is more concerned with the types of potential investors that are contacted rather than the number of potential investors contacted. [...] [O]ne way to avoid a general solicitation is to use an underwriter or other promotor who has a ready list of qualified potential investors with whom they have dealt previously”.

²⁴⁷⁶ Rule 502(d), waarin ook voorzien wordt in een uitzondering voor wat betreft Rule 504(b)(1).

²⁴⁷⁷ Om deze reden worden door beleggers in Regulation D effecten niet zelden “*piggyback rights*” bedongen waarbij deze beleggers het contractuele recht krijgen om te participeren in latere aanbiedingen van effecten die wel onder Section 5 van de 1933 Securities Act vallen.

²⁴⁷⁸ Rule 502(d).

²⁴⁷⁹ Rule 503.

²⁴⁸⁰ Rule 504(b)(2).

²⁴⁸¹ Rule 505(b)(2)(ii) : “There are no more than or the issuer reasonably believes that there are no more than 35 purchasers of securities from the issuer in any offering under this section”.

²⁴⁸² Rule 501(e) : “For purposes of calculating the number of purchasers under Rule 505(b) and Rule 506(b) only, the [...] following purchasers shall be excluded: [...] Any accredited investor”.

maximum bedrag van 5.000.000 USD is voorzien in Section 4(6) van de 1933 Securities Act, namelijk aanbiedingen die aan één of meer “*accredited investors*” gericht zijn, en dit op voorwaarde dat er geen reclame of openbare sollicitering gebeurt en dat de SEC daarvan zal genotificeerd worden²⁴⁸³. We komen hier verder op terug in de volgende afdeling.

631. “PRIVATE OFFERINGS”. Ten slotte worden ingevolge Section 4(2) van de 1933 Securities Act een aantal aanbiedingen wegens hun aard beschouwd als een niet-openbare aanbieding, of zoals de US Supreme Court stelde in haar RALSTON PURINA arrest : “[a]n offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction ‘not involving any public offering’”²⁴⁸⁴. Rule 506 – die deel uitmaakt van Regulation D – geeft uitwerking aan dergelijke “*private offering exemption*”²⁴⁸⁵. Anders dan bij de “*small offerings*” is in Rule 506 geen maximum bedrag bepaald voor wat betreft de aanbieding²⁴⁸⁶. Echter, net als in Rule 505, is het aantal beleggers aan wie de effecten mogen worden aangeboden, beperkt tot 35 beleggers²⁴⁸⁷, tenzij voor wat betreft aanbiedingen aan “geaccrediteerde beleggers” (“*accredited investors*”), waarvoor geen kwantitatieve beperking geldt²⁴⁸⁸. Ten aanzien van de niet-geaccrediteerde beleggers is vereist dat bepaalde informatie wordt gepubliceerd en wordt een minimale sofisticatie vereist, namelijk : “[e]ach purchaser who is not an accredited investor either alone or with his purchaser representative(s) *has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment*, or the issuer reasonably believes immediately prior to making any sale that such purchaser comes within this description”²⁴⁸⁹. Ten slotte is zoals bij Rules 504 en 505 voorzien in een beperking inzake de doorverkoop.

632. DE “INTEGRATION TEST” M.B.T. REGULATION A. Anders dan de Prospectusrichtlijn voorziet de Amerikaanse regelgeving wel in uitdrukkelijke regels inzake de autonomie, combineerbaarheid, het repetitief en het definitief karakter van de vrijstellingen. Ten eerste, wat betreft de autonomie, is Regulation A – net als de andere Rules en Regulations – zo opgesteld dat er geen twijfel kan bestaan over het feit dat het op zichzelf bestaande vrijstellingsgronden zijn²⁴⁹⁰. Ten tweede worden mogelijke vragen naar het combineerbaar, definitief of repetitief karakter, alsook de structurele of temporele opsplitsbaarheid, grotendeels beantwoord door de “*integration test*” die vervat zich in Rule 251 (met

²⁴⁸³ Section 4(6) 1933 Securities Act : “[The provisions of section 5 shall not apply to] transactions involving offers or sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under section 3(b), if there is no advertising or public solicitation in connection with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer’s behalf, and if the issuer files such notice with the Commission [...]”.

²⁴⁸⁴ S.E.C. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953). Zie daaromtrent o.m. J. COX, “The Future Content of the U.S. Securities Laws: Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay”, 63 *Law & Contemp. Prob.*, 2000, 11, 14 e.v.; D. GÜNTHER, “The Limited Public Offer in German And U.S. Securities Law: A Comparative Analysis of Prospectus Act Section 2(2) and Rule 505 of Regulation D”, 20 *Mich. J. Int’l L.*, 1999, 871, op 907.

²⁴⁸⁵ T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 181.

²⁴⁸⁶ Dit is zo aangezien Rule 506 gebaseerd is op Section 4(2), en niet Section 3(b), van de 1933 Securities Act. Zie Rule 506(a) : “Offers and sales of securities by an issuer that satisfy the conditions in paragraph (b) of this Rule 506 shall be deemed to be transactions not involving any public offering within the meaning of section 4 (2) of the Act”.

²⁴⁸⁷ Rule 506(b)(2) : “There are no more than or the issuer reasonably believes that there are no more than 35 purchasers of securities from the issuer in any offering under this section”.

²⁴⁸⁸ Zie Rule 501(e), hierboven geciteerd.

²⁴⁸⁹ Zie Rule 506(b)(2)(ii); eigen cursivering. Cf. tevens A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1, 32 : “[Rule 506] specifies categories of qualified investors and equates wealth with investment sophistication and insider status. Wealthy investors, whether individuals or institutions, are treated as having the sophistication of institutional investors and the information access of insiders – on the assumption that the diversified wealthy can absorb greater risk and buy sophisticated intermediation. Unsophisticated, nonwealthy investors can be qualified if they number fewer than 35 and are assisted by a sophisticated representative. In short, the SEC’s safe harbor assumes that sophisticated intermediation can replicate the protections of full-blown registration”.

²⁴⁹⁰ Dit uiteraard binnen de limitieten zoals hiervoor vermeld en behoudens de *integration doctrine*.

betrekking tot Regulation A) en Rule 502 (met betrekking tot Regulation D; zie hierna)²⁴⁹¹. In Rule 251 wordt voorzien dat, ter berekening van de 5.000.000 USD drempel, een aanbieding op grond van Regulation A moet worden samengeteld met enige andere aanbiedingen op grond van Regulation A die hebben plaatsgevonden binnen een periode van 12 maanden daarvoor²⁴⁹². Voor zover deze aldus berekende drempel niet wordt overschreden – en dus een beroep kan gedaan op de vrijstelling onder Regulation A – bepaalt Rule 251 voorts dat een aanbieding op grond van Regulation A niet worden samengeteld met aanbiedingen die daarvoor plaatsvonden²⁴⁹³, en dat deze aanbieding ook niet zal worden samengeteld met een aantal soorten van toekomstige aanbiedingen, zoals toekomstige aanbiedingen die meer dan 6 maanden na het einde van de aanbieding plaatsvinden²⁴⁹⁴.

633. DE “FIVE FACTOR INTEGRATION TEST” M.B.T. REGULATION D. Rule 502 voorziet in een “*five factor integration test*”. Aanbiedingen die meer dan zes maanden voor de start van een Regulation D aanbieding plaatsvinden alsook aanbiedingen die meer dan zes maanden na de beëindiging van deze Regulation D aanbieding plaatsvinden, worden niet beschouwd als deel uitmakend van deze Regulation D aanbieding, zolang er tijdens deze twee periodes van zes maanden geen aanbiedingen plaatsvinden door of voor de uitgevende instelling van dezelfde of een gelijkaardige categorie van effecten als deze die is aangeboden in de Regulation D aanbieding (en met uitzondering voor werknemersparticipatieplannen). Er wordt met andere woorden voorzien in een venster van 12 maanden voor een Regulation D aanbieding. Aanbiedingen die buiten dat venster vallen, zullen niet worden meegeteld. Voor aanbiedingen die binnen het venster vallen, bepaalt Rule 502 vijf factoren die moeten worden overwogen om vast te stellen of de aanbiedingen wel of niet moet worden samengeteld²⁴⁹⁵.

2.4.3 Formulering van een alternatief

634. VERGELIJKING MET DE REGELING IN DE V.S. Op basis van het voorgaande moet men vaststellen dat de inhoudelijke invulling van de vrijstellingen in de E.E.R. (zeer) verschillend is van de invulling in de Verenigde Staten. Ten eerste verschillen de technische criteria. Zo hanteert de V.S. een drempel van 35 personen, terwijl de Prospectusrichtlijn voorziet in een drempel van 99 personen per lidstaat. In de V.S. bestaan diverse “*small offering*” drempels tot maximaal 5.000.000 USD, terwijl de Prospectusrichtlijn een *de minimis* drempel voorziet van 100.000 EUR²⁴⁹⁶. Diverse andere technische regels zijn geheel anders dan de Prospectusrichtlijn, zoals de regels inzake doorverkoop, de uitgewerkte “*integration test*” of het feit dat de SEC op de hoogte gesteld moet worden van een aanbieding die is vrijgesteld onder Regulation D. Ten tweede voorziet de V.S. in een complex geheel van Rules en

²⁴⁹¹ De vraag naar de geografische opsplitsbaarheid zal zich in principe enkel stellen in de context van de “*intrastate offering exemption*”. Wat dat betreft, moet verwezen worden naar de hierboven vermelde Release 4434.

²⁴⁹² Rule 251(b) : “The sum of all cash and other consideration to be received for the securities (“aggregate offering price”) shall not exceed \$5,000,000, including no more than \$1,500,000 offered by all selling security holders, *less the aggregate offering price for all securities sold within the twelve months before the start of and during the offering of securities in reliance upon Regulation A. [...]*” (eigen cursivering). Voor 1992 moesten daarbij ook de aanbiedingen die op grond van Section 3(b) van de 1933 Securities Act plaatsvonden, worden bijgeteld. Zie T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005, 187.

²⁴⁹³ Rule 251(c)(1) : “Offers and sales made in reliance on this Regulation A will not be integrated with: [...] prior offers or sales of securities [...]”.

²⁴⁹⁴ Zie Rule 251(c)(2)(v). De volledige tekst van Rule 251(c)(2) luidt : “Offers and sales made in reliance on this Regulation A will not be integrated with: [...] subsequent offers or sales of securities that are: 1. registered under the Securities Act, except as provided in Rule 254(d); 2. made in reliance on Rule 701; 3. made pursuant to an employee benefit plan; 4. made in reliance on Regulation S; or 5. made more than six months after the completion of the Regulation A offering”.

²⁴⁹⁵ Rule 502(a) : “The following factors should be considered in determining whether offers and sales should be integrated for purposes of the exemptions under Regulation D: 1. Whether the sales are part of a single plan of financing; 2. Whether the sales involve issuance of the same class of securities; 3. Whether the sales have been made at or about the same time; 4. Whether the same type of consideration is being received; and 5. Whether the sales are made for the same general purpose”.

²⁴⁹⁶ In de volgende afdeling gaan we in op de verschillen tussen de “accredited investors” (cf. Rule 505 en Rule 506) en de “gekwalificeerde beleggers” (cf. art.3.2.a Prospectusrichtlijn).

Regulations, met elk eigen bijzondere voorwaarden, waaruit de uitgevende instelling kan kiezen. De aanbiedingsvrijstellingen van de Prospectusrichtlijn zijn meer eenduidig; de tientallen pagina's met Rules en Regulations maken in de Europese reglementering plaats voor één, relatief summiere, bepaling (nl. art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn). Ten derde heeft de SEC een vrij ruime bevoegdheid in het moduleren en afkondigen van Rules met betrekking tot de “*small offering exemptions*”. In de huidige stand van de Europese effectenreglementering bestaat dergelijke mogelijkheid niet voor de Europese toezichthoudende overheden. Ten vierde lijkt de “*intrastate offering exemption*” vanuit een Europese context vreemd. Niet alleen bestaat geen soortgelijke vrijstelling in de Prospectusrichtlijn, maar bovendien lijkt dergelijke vrijstelling ook een (mogelijkheid tot) territoriale opsplitsing toe te staan, en lijkt daarmee strijdig met het streven naar financiële integratie en dus de centrale doelstellingen van de Prospectusrichtlijn²⁴⁹⁷. Dat brengt ons echter bij een vijfde, meer fundamenteel verschilpunt : namelijk de hierboven beschreven vrijstellingsregeling van de 1933 Securities Act is federaal en uniform voor het gehele grondgebied van de Verenigde Staten van Amerika. Zo moet de “*intrastate offering exemption*” in verband gebracht worden met het feit dat de federale wetgever voor aanbiedingen die waarachtig lokaal van aard waren, een uitzondering wenste te voorzien op de toepassing van de federale regels, en dit voor “issues which in reality represent local financing by local industries, carried out through local investments”²⁴⁹⁸. Zoals hierboven gezegd, is de openbare aanbiedingsnotie in de Prospectusrichtlijn daarentegen *territoriaal*. Zo vinden de aanbiedingen lidstaat per lidstaat plaats²⁴⁹⁹ en kunnen de aanbiedingen ook lidstaat per lidstaat worden vrijgesteld van de prospectusplicht²⁵⁰⁰.

635. OP ZOEK NAAR EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF? De inhoudelijke invulling van de diverse vrijstellingen is in wezen een beleids optie die gebaseerd zou behoren te zijn op economische grondslagen. Het is een politieke beslissing op basis van een economische analyse. Een optimale invulling van de reikwijdte van de vrijstellingsregeling is om deze reden niet noodzakelijk universeel. De vrijstellingsregeling kan immers aangepast zijn aan de bepaalde markt waar de aanbiedingen plaatsvinden. Zo bijvoorbeeld kan voorliggend onderzoek geen uitspraak doen over de wenselijkheid van een 35 personen drempel versus een 100 personen drempel. Het is enkel nadat het precieze effect van deze alternatieve drempels economisch wordt berekend, dat de beleidskeuze voor het ene of het andere alternatief kan genomen worden. In dat opzicht biedt de vergelijking met de Verenigde Staten o.i. geen lessen. Niettemin is het wel interessant om de hierboven geïdentificeerde divergenties inzake de vrijstellingen onder de Prospectusrichtlijn te vergelijken met de *architectuur* van de 1933 Securities Act. Daarbij valt op dat de vrijstellingen in de 1933 Securities Act waarachtig *uniform* zijn : zij gelden namelijk voor het gehele grondgebied van de Verenigde Staten. Bovendien is voorzien in een aanzienlijke mate van flexibiliteit voor de toezichthoudende overheid, die – binnen wettelijk voorziene grenzen – de vrijheid heeft om de technische modaliteiten van de vrijstellingsregeling uit te werken. O.i. kunnen deze twee eigenschappen van de architectuur van de Amerikaanse regelgeving een nuttige leidraad vormen bij het formuleren van *de lege ferenda* voorstellen om de hierboven geïdentificeerde divergenties te neutraliseren. We doen daartoe hieronder twee alternatieve voorstellen.

636. EERSTE ALTERNATIEF: EEN EUROPEES PASPOORT VOOR HET VRIJSTELLINGSREGIME? Een eerste, relatief makkelijk te implementeren, *de lege ferenda* oplossing zou erin bestaan om aan het vrijstellingsregime een Europees paspoort te geven. Een uitgevende instelling zou namelijk het vrijstellingsregime kunnen gebruiken van haar lidstaat van herkomst voor de aanbiedingen die plaatsvinden in alle andere lidstaten. Op deze wijze kan *ex ante* zekerheid worden verkregen omtrent het al dan niet van toepassing zijn van een bepaalde vrijstelling in andere lidstaten. Dit betekent ook dat de lidstaat van herkomst in beginsel de bevoegde toezichthoudende overheid zou bepalen, die ervoor zou instaan dat de vrijstellingen ook zouden gelden in de andere relevante lidstaten. Dergelijk systeem zou verder impliceren dat de kost van de bestaande divergentie (met name de kosten van compliance of

²⁴⁹⁷ Zie Deel 1.

²⁴⁹⁸ L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.), op 303.

²⁴⁹⁹ Zie Deel 2, Hoofdstuk 2, Afdeling 2.3(4).

²⁵⁰⁰ Zie Deel 2, Hoofdstuk 3, Afdeling 2.2.

aansprakelijkheid en juridische kosten) grotendeels bij de toezichhoudende overheden komt te liggen in plaats van bij de uitgevende instellingen. Het nadeel van een Europees paspoort voor het vrijstellingsregime is dat dit het bestaan van divergenties bevestigt. Dit is enigszins paradoxaal : om meer financiële integratie teweeg te kunnen brengen, worden de marktactoren gedwongen in een territoriale logica. Bovendien zou dat betekenen dat de reikwijdte van het vrijstellingsregime afhankelijk zal zijn van de lidstaat van herkomst, waardoor, in de veronderstelling dat de divergenties blijven bestaan, niet alle uitgevende instellingen gelijk behandeld zullen zijn. Dat laatste duidt op het fundamentele probleem met het eerste alternatief : in deze oplossing zijn het immers de lidstaten die de reikwijdte van het vrijstellingsregime bepalen. In principe zullen er bijgevolg evenveel verschillende vrijstellingsregimes bestaan als er lidstaten van de E.E.R. zijn. Dit draagt niet alleen bij aan de complexiteit, maar maakt het de toezichhoudende overheden ook moeilijker om een effectieve controle te verrichten.

637. TWEDE ALTERNATIEF: EEN HARMONISATIE VAN DE VRIJSTELLINGEN. Om deze reden verdient een tweede alternatief – waarin, zoals in de 1933 Securities Act, de divergenties zelf worden geneutraliseerd – onze voorkeur. Dit kan o.i. eveneens relatief makkelijk geïmplementeerd worden, door een verdere – zelfs kleine – stap in de harmonisatie van de aanbiedingsvrijstellingen. Op dit ogenblik zijn de vrijstellingen immers gekenmerkt door een zeer verregaande, zij het niet totale, harmonisatie. Door de aanbiedingsvrijstellingen op te nemen in een *Algemene Prospectusverordening*²⁵⁰¹ in plaats van een richtlijn, kan de meeste onzekerheid *ex ante* worden weggenomen. Aldus kan een werkelijk geharmoniseerd vrijstellingsregime in de gehele E.E.R. ontstaan, waarbij uitgevende instellingen de zekerheid hebben dat het regime zoals dat in hun lidstaat van herkomst bestaat, ook identiek in de andere lidstaten zal gelden. Bovendien kan bij het opnemen van deze criteria in een *Algemene Prospectusverordening* ook rekening worden gehouden met de preciseringen die door een aantal lidstaten zijn aangebracht, zoals bijvoorbeeld de verhelderingen met betrekking tot de vrijstelling voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers rezen. Op deze wijze kan het resultaat van de omzettingen in de diverse lidstaten worden geïncorporeerd in de toekomstige regulering. De “kostprijs” van de omzetting van de Prospectusrichtlijn in de lidstaten van de E.E.R. heeft dan toch een zekere “opbrengst” gehad. In het bijzonder lijkt het o.i. wenselijk om het geharmoniseerd vrijstellingsregime te herformuleren als een *safe harbour*, waarbij uitdrukkelijk wordt bepaald dat de aanbieding die geniet van één van de aanbiedingsvrijstellingen niet openbaar is. Een andere beleidsoptie die genomen kan worden, betreft een verheldering van de *de minimis* regeling, waarbij de periode waarvoor de *de minimis* vrijstelling geldt, kan worden gepreciseerd, alsook de vraag of de *de minimis* geldt per lidstaat of voor de gehele E.E.R. kan worden beantwoord. In het *de lege ferenda* voorstel hieronder suggereren wat dat betreft dat de *de minimis* per financieel jaar (op deze wijze is het voor uitgevende instellingen duidelijk of ze van de vrijstelling kunnen genieten of niet) en voor de gehele E.E.R. zou gelden²⁵⁰². Teneinde een effectieve monitoring toe te laten van de *private placements* die aldus op het Europees grondgebied plaatsvinden²⁵⁰³, zou het voorts kunnen overwogen worden om – enigszins naar analogie van Regulation D – een verplichting toe te voegen dat het gebruik van een aanbiedingsvrijstelling bij een definitieve plaatsing dient te worden genotificeerd aan de toezichhoudende overheid. Dit kan bij voorkeur rechtstreeks bij CESR – in plaats van bij de lidstaat van herkomst – gezien er geen goedkeuring moet plaatsvinden en bovendien in het geval van een niet-E.E.R. uitgevende instelling (nog) geen lidstaat van herkomst kan bepaald zijn. Teneinde de efficiëntie

²⁵⁰¹ Zie Deel 2, Hoofdstuk 1, Afdeling 2.

²⁵⁰² Dit is immers consistent met de wijze waarop de drempel van 2.500.000 EUR (art. 1.2.h Prospectusrichtlijn) moet worden berekend volgens de Europese Commissie. Zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 16 : “The Commission Services consider that the limit should be calculated on EEA-wide basis”.

²⁵⁰³ Desgevallend kan een economische kosten-baten analyse worden voorgesteld die de kosten die dergelijke informatie-uitwisseling met zich zou meebrengen (d.i. voornamelijk een *compliance* kost), afweegt met de baten daarvan (zo zullen de toezichhoudende overheden beter zicht kunnen krijgen op de *private placement* die gebeuren alsook hoe en waar deze plaatsvinden, en deze input verder kunnen gebruiken om de aanbiedingsvrijstellingen verder op punt te stellen; verder kunnen op deze wijze ook makkelijker misbruiken worden opgespoord).

van de intermediatie te bevorderen, kan CESR op de website voorzien in online formulieren en vragenlijsten, waarbij de informatie gepubliceerd kan worden in een register van *private placements* op de website van CESR. Bijkomend zou, net als in de 1933 Securities Act, ook in de mogelijkheid kunnen worden voorzien om CESR verdere criteria te laten bepalen op basis waarvan bepaalde aanbiedingen kunnen worden aangemerkt als niet-openbaar (zie tevens *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 4.4*). In dat opzicht is o.i. evenwel vereist dat deze criteria niet gebaseerd zijn op politieke bekommernissen of op wat de marktparticipanten – al dan niet verenigd in comités zoals ESME – beweren, maar geformuleerd zijn op basis van ernstige, academische literatuur. *De lege ferenda* zou bijgevolg het volgende voorstel kunnen worden overwogen als onderdeel van de *Algemene Prospectusverordening* (dat onze analyse in afdelingen 2.2 en 2.3 incorporeert).

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De prospectusplicht geldt niet voor de volgende categorieën aanbiedingen, die worden beschouwd als aanbiedingen die geen aanbiedingen aan het publiek zijn:

- a) *een ~~uitsluitend~~ tot gekwalificeerde beleggers gerichte aanbieding van effecten, en/of*
- b) *een aanbieding van effecten aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen per lidstaat die geen gekwalificeerde beleggers zijn, en/of*
- c) *een aanbieding van effecten aan beleggers die bij elke afzonderlijke aanbieding effecten aankopen tegen een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 EUR per belegger, en/of*
- d) *een aanbieding van effecten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR; en/of*
- e) *een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR; dit grensbedrag wordt berekend voor het gehele grondgebied van de E.E.A. en per periode van een financieel jaar ~~over een periode van twaalf maanden;~~ en/of*
- f) *een aanbieding die als zodanig wordt beschouwd door CESR en waarvan de criteria worden gepubliceerd op de website van CESR. Deze criteria moeten gebaseerd zijn op academische studies²⁵⁰⁴. [...]*

CESR moet in kennis gesteld worden van elke aanbieding waarbij de effecten definitief geplaatst worden met toepassing van de voorwaarden onder a) tot en met e), en dit ten laatste binnen een redelijke termijn nadat de aanbieding heeft plaatsgevonden. CESR voorziet daartoe op haar website in een online formulier en zal deze informatie publiceren.

2.5. TUSSENTIJD'S BESLUIT

In deze afdeling werd de regeling van de aanbiedingsvrijstellingen in art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. Uit het onderzoek blijkt dat het juridisch karakter van deze aanbiedingsvrijstellingen niet

²⁵⁰⁴ In dit *de lege ferenda* voorstel is gekozen voor een maximale vrijheid voor CESR. Het voordeel daarvan is dat daardoor kort op de bal gespeeld kan worden indien bepaalde marktevoluties of onduidelijkheden dat zouden vereisen. Ook kan CESR nieuwe vrijstellingsgronden bepalen indien daarover consensus bestaat. Uiteraard kan deze bevoegdheid van CESR bijkomend aan voorwaarden of begrenzingen onderworpen worden, zoals een kwantitatieve begrenzing (cf. Section 3(b) van de 1933 Securities Act) of een controle door de Europese Commissie en/of the Europees Parlement.

evident is. In het bijzonder werd geanalyseerd in welke mate de diverse vrijstellingen van art 3.2 van de Prospectusrichtlijn autonoom, cumulatief, combineerbaar, repetitief en definitief zijn. Daarbij werden enkele inefficiënties geïdentificeerd die uitgevende instellingen dwingen in een *territoriale logica* te blijven denken. Om deze reden is *de lege ferenda* voorgesteld om de toepasselijkheid van de aanbiedingsvrijstellingen niet lidstaat per lidstaat afzonderlijk toe te passen, maar voor alle lidstaten waar effecten worden aangeboden tezamen. In tweede instantie gingen we in op de wijze waarop de onderzochte jurisdicties de aanbiedingsvrijstellingen hebben omgezet, waarbij we, voor elk van deze jurisdicties, achtereenvolgens de gekwalificeerde beleggers-vrijstelling, de 100 personen-drempel, de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR, de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale nominale waarde van 50.000 EUR en de de minimis-vrijstelling hebben onderzocht. Uit deze rechtsvergelijkende analyse bleken aanzienlijke omzettingsdivergenties. Deze waren geconcentreerd rond een aantal vraagstukken, zoals (i) geldt de 100 personen vrijstelling voor het gehele grondgebied van de E.E.R. of lidstaat per lidstaat?; (ii) wat is de impact van de doorverkoopbepalingen?; (iii) impliceert de vrijstelling dat de aanbieding geacht wordt “niet openbaar” te zijn?; en (iv) wat is het effect van de punctuele toevoegingen of preciseringen die de lidstaten hebben aangebracht?

De vraag die andermaal gesteld werd, is of zulke divergenties een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de intermediatie. Op grond van een analyse van het effect van de divergenties op het mogelijk gedrag van uitgevende instellingen kwamen we tot de conclusie dat zulke negatieve impact waarschijnlijk is. Om deze reden werd – mee via een vergelijking met de vrijstellingsregeling in de Verenigde Staten – vervolgens getracht of alternatieven gevonden kunnen worden die de geïdentificeerde divergenties kunnen neutraliseren. Een eerste, relatief makkelijk te implementeren, *de lege ferenda* oplossing zou erin bestaan om aan het vrijstellingsregime een Europees paspoort te geven, zodat het vrijstellingsregime van de lidstaat van herkomst kan worden gebruikt voor de aanbiedingen die plaatsvinden in alle andere lidstaten. Het nadeel van deze oplossing is dit het bestaan van divergenties bevestigt en bijgevolg niet alle uitgevende instellingen gelijk behandeld zullen zijn. Er zouden bij deze oplossing immers evenveel verschillende vrijstellingsregimes bestaan als er lidstaten van de E.E.R. zijn. Om deze reden verdient een tweede alternatief, waarin de divergenties zelf worden geneutraliseerd, onze voorkeur. Door de aanbiedingsvrijstellingen – met een aantal correcties en verhelderingen op basis van de omzettingen in de diverse lidstaten – op te nemen in een Algemene Prospectusverordening kan de meeste onzekerheid *ex ante* worden weggenomen en aldus een werkelijk geharmoniseerd vrijstellingsregime in de gehele E.E.R. ontstaan. Bijkomend zou ten slotte, net als in de 1933 Securities Act, ook in de mogelijkheid kunnen worden voorzien om CESR verdere criteria te laten bepalen op basis waarvan bepaalde aanbiedingen kunnen worden aangemerkt als niet-openbaar.

AFDELING 3. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN HET “GEKWALIFICEERDE BELEGGERS”-REGIME VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 2.1.e)

3.1. OPZET

638. ANALYSE IN HET VERLENGDE VAN AFDELING 2 HIERBOVEN. Eén van de vijf in vorige afdeling onderzochte aanbiedingsvrijstellingen was de aanbieding aan “uitsluitend gekwalificeerde beleggers” (art. 3.2.a Prospectusrichtlijn)²⁵⁰⁵. De Prospectusrichtlijn beoogde daarmee aanbiedingen aan sommige *gesofisticeerde* beleggers vrij te stellen van de prospectusplicht. Art. 2.1.e Prospectusrichtlijn bevat daartoe een *geharmoniseerde definitie*. Deze geharmoniseerde definitie valt zelf uiteen in twee luiken, een *verplicht luik* (art. 2.1.e.i tot en met art. 2.1.e.iii) en een *optioneel luik* (art. 2.1.e.iv en art. 2.1.e.v). In deze afdeling onderzoeken we daarom twee vragen : in welke mate is het geharmoniseerde verplichte luik correct omgezet, en in welke mate hebben de onderzochte jurisdicties gebruik gemaakt van de opties?

3.2. ANALYSE VAN HET “GEKWALIFICEERDE BELEGGERS”-REGIME VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

639. DE NOTIE IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN – DE VERPLICHTE CATEGORIEËN. Art. 2.1.e Prospectusrichtlijn heeft de notie “gekwalificeerde beleggers” opgesplitst in vijf categorieën. De eerste drie daarvan zijn verplicht om te zetten door de lidstaten. Een eerste categorie betreft juridische entiteiten die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om op de financiële markten actief te mogen zijn, met inbegrip van kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of geregleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging (en de beheermaatschappijen daarvan), pensioenfondsen (en de beheermaatschappijen daarvan), grondstoffentermijnhandelaren, *alsmede niet-vergunninghoudende of niet-geregleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is*²⁵⁰⁶. Deze opsomming is niet exhaustief²⁵⁰⁷. Vooral de laatste – in cursief aangeduide – zinsnede is opmerkelijk. Dit betekent dat – naast bijvoorbeeld “*hedge funds*”²⁵⁰⁸ – bijvoorbeeld een patrimoniumvennootschap met als enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten, zal gelden als een gekwalificeerde belegger²⁵⁰⁹. Ook kunnen vennootschappen een *special purpose vehicle* opzetten die beschouwd zal moeten worden als gekwalificeerde belegger²⁵¹⁰. Omgekeerd betekent het dat uitgevende instellingen – en hun begeleiders – het ondernemingsdoel van potentiële beleggers kunnen controleren

²⁵⁰⁵ Zoals aangegeven in vorige afdeling, hebben we ervoor geopteerd om dit element uit de vorige afdeling te lichten.

²⁵⁰⁶ Art. 2.1.e.i Prospectusrichtlijn.

²⁵⁰⁷ P. AÏDIN, *The proposal for a New Directive on Prospectuses : Potential Impact on the Structure of Capital Markets in Europe*, Working paper, Harvard Law School, International Finance Seminar, 2003, 15, voetnoot 44.

²⁵⁰⁸ Zo zijn *hedge funds* (voor zover zij niet beschouwd worden als een instelling voor collectieve belegging of een beleggingsonderneming) op Europees niveau niet geregleerd. Zie C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 47. O.i. moet het antwoord daarop restrictief worden geformuleerd : het enige doel houdt exclusiviteit in; de Prospectusrichtlijn spreekt niet van een ‘voornamelijk’ of ‘hoofdzakelijk’ doel.

²⁵⁰⁹ De vraag moet wel gesteld worden hoe strikt ‘het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten’ moet worden geïnterpreteerd. Zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 47-48.

²⁵¹⁰ Dat kan van belang zijn voor niet-geregleerde financiële instellingen, zoals bijvoorbeeld handelaars in goud, edele metalen en diamanten. Desgevallend kan een dochter worden opgericht, met een beperking van haar maatschappelijk doel het beleggen in beleggingsinstrumenten. Deze dochter zal dan een gekwalificeerde belegger zijn. Voor een overzicht van financiële instellingen naar Belgisch recht die niet onderworpen zijn aan een wettelijk statuut A. BRUYNEEL en T. VAN DYCK, “Syntheses van financieel recht”, *T.B.H.*, 2005/6, 575, op 585 (zie tevens A. BRUYNEEL, “Synthèses de droit financier”, *J.T.*, 2004, 665-682).

om tot de vaststelling te komen of deze al dan niet een gekwalificeerd belegger is. Een tweede categorie behelst nationale en regionale regeringen, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals het INTERNATIONAAL MONETAIR FONDS, de Europese CENTRALE BANK, de EUROPESE INVESTERINGSBANK en andere soortgelijke internationale organisaties²⁵¹¹. Een derde categorie betreft de andere juridische entiteiten die geen kleine en middelgrote onderneming zijn²⁵¹², dit wil dus zeggen alle “grote ondernemingen”.

640. DE NOTIE IN DE PROSPECTUSRICHTLIJN – DE OPTIONELE CATEGORIEËN. De laatste twee categorieën zijn daarentegen optioneel om te zetten door de lidstaten. Het betreft meer bepaald “natuurlijke personen die hun woonplaats in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt” mits deze personen aan ten minste twee van de volgende criteria voldoen: (i) de belegger heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen tenminste tien omvangrijke transacties per kwartaal op effectenmarkten verricht; (ii) de effectenportefeuille van de belegger heeft een omvang van meer dan 0,5 miljoen EUR; of (iii) de belegger is tenminste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist²⁵¹³. De vijfde en laatste categorie is eveneens optioneel en behelst kleine en middelgrote ondernemingen die hun statutaire zetel in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt²⁵¹⁴.

641. VERGELIJKING MET DE MiFID. De definitie van de “gekwalificeerde belegger” lijkt voor een deel op deze van de “professionele cliënt” onder de MiFID²⁵¹⁵ doch is op belangrijke punten verschillend²⁵¹⁶. Er is in bepaalde rechtsleer opgemerkt dat het gebrek aan Europeesrechtelijke uniformiteit een gemiste kans is²⁵¹⁷ en een hinderpaal vormt voor een gestroomlijnde nationale reglementering²⁵¹⁸. In een document van november 2008 beveelt ESME aan de twee begrippen op mekaar af te stemmen : “While we acknowledge the difference in original purpose and investor protection scope of each of the Directives, we did not identify any prejudice to investor protection in aligning the definition of “per se” qualified investor in the Prospectus Directive with the definition of “per se” professional client in MiFID. In principle, we prefer alignment on the basis of the definitions in MiFID (rather than alignment on the basis of the definitions in the Prospectus Directive) on the pragmatic basis that investment firms will have categorised their clients in accordance with the definitions in MiFID (which are mainly somewhat broader) and changing those definitions would impose significant costs on firms (and result in some clients no longer qualifying as professional

²⁵¹¹ Art. 2.1.e.ii Prospectusrichtlijn.

²⁵¹² Art. 2.1.e.iii *jo* art. 2.1.f Prospectusrichtlijn.

²⁵¹³ Art. 2.1.e.iv *jo* art. 2.2 Prospectusrichtlijn.

²⁵¹⁴ Art. 2.1.e.v Prospectusrichtlijn.

²⁵¹⁵ Bijlage II van de MiFID (waarnaar artikel 1.11 verwijst) omschrijft de “professionele belegger” als “een cliënt die de nodige ervaring, kennis en deskundigheid bezit om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de door hem gelopen risico's adequaat in te schatten. Om als professionele cliënt te worden aangemerkt, moet de cliënt aan de onderstaande criteria voldoen [...]”. Cf. tevens FESCO, “Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of investors for the purpose of Conduct of Business Rules”, 15 maart 2000, 00-FESCO-A. Cf. tevens V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *Bank Fin. R.*, 2007, afl. 6, 396-422, op 402-404; M. DUPLAT, “Les intermediaries financiers face à la classification des investisseurs”, *J.T.*, 2002, 445.

²⁵¹⁶ F. DE BAUW en M. DUPLAT, “Approbation, dispense et reconnaissance des prospectus. Fonctionnement du marché primaire”, in M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65, 120, nr. 129; M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105, 116-7

²⁵¹⁷ D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379, 390.

²⁵¹⁸ A. VAN CAUWENBERGE, “De Belgische regelgeving over de financiële markten : een evenwicht tussen ‘principles based regulation’ en ‘rule based regulation’?”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 893, 915.

investors)²⁵¹⁹. We maken hierbij niettemin enig voorbehoud. Immers, wat de verplichte categorieën van het “gekwalificeerde belegger”-begrip van de Prospectusrichtlijn betreft, bestaan amper inhoudelijke verschilpunten met het *per se* “professionele belegger”-begrip van de MiFID²⁵²⁰. De opportuniteit van een verschillende terminologie kan daarom in vraag worden gesteld²⁵²¹. Anderzijds kunnen divergenties gerechtvaardigd zijn gezien het verschillend karakter van de activiteiten die de twee richtlijnen beogen te reguleren. Zo is in de MiFID voorzien in een verregaande mate van flexibiliteit waarbij *per se* professionele beleggers kunnen kiezen voor een niet-professioneel statuut, en omgekeerd²⁵²². Deze mogelijkheid werd in de Prospectusrichtlijn niet voorzien en lijkt niet voorhanden. Zoals hierboven aangegeven, is het – indien de lidstaat gebruik maakt van de optie voorzien in art. 2.1.e van de Prospectusrichtlijn – wel mogelijk, onder bepaalde voorwaarden, als natuurlijke persoon of K.M.O. ervoor te kiezen om beschouwd te worden als “gekwalificeerde belegger”. Dit houdt een zeker parallellisme in met een zogenaamde “opt-out” onder MiFID, maar is aanzienlijk minder flexibel. Toch lijkt dit verschil gerechtvaardigd op basis van de efficiëntie van de intermediatie. Indien een gekwalificeerde belegger zou kunnen kiezen als niet-gekwalificeerd te gelden, zou dat betekenen dat de aanbieding aan deze belegger plots openbaar *c.q.* prospectusplichtig zou blijken te zijn. Dat laatste zou de (rechts)zekerheid van het gebruik van de “gekwalificeerde beleggers”-safe harbour in gedrang kunnen brengen.

3.3. ANALYSE VAN DE DIVERSE CATEGORIEËN “GEKWALIFICEERDE BELEGERS”, ZOALS OMGEZET IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

642. ANALYSE VAN DE OMZETTINGSBENADERINGEN. In de randnummers hierna wordt voor elk van de vijf categorieën de omzettingsbenadering in de onderzochte jurisdicties belicht.

3.3.1. Eerste categorie : financiële instellingen (verplicht)

643. DE OMZETTING IN BELGIË. De uitzondering voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers is in het Belgische recht niet nieuw. Een soortgelijke uitzondering – zij het dan onder de naam “institutionele beleggers”²⁵²³ – was immers reeds voorzien in artikel 3, 2° van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen²⁵²⁴. Daarin was bepaald dat uitgifteverrichtingen niet openbaar waren wanneer zij uitsluitend bestemd waren voor één of meerdere van een op de aldaar opgenomen lijst voorkomende beleggers, indien deze voor eigen rekening

²⁵¹⁹ ESME, *Differences between the Definitions of “Qualified investor” in the Prospectus Directive and “Professional Client” and “Eligible Counterparty” in MiFID – Is Alignment Needed?*, november 2008 (18 p.), op 14.

²⁵²⁰ Zie voor een bespreking van het *per se* “professionele belegger”-begrip : V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *Bank Fin. R.*, 2007, afl. 6, 396-422, op 402-404.

²⁵²¹ Bovendien voorzien de lidstaten nog in bijkomende begrippen, hetgeen kan leiden tot een kakafonie van verschillende beleggersbegrippen. Zo bijvoorbeeld bestaan in België de volgende – grotendeels overlappende – noties : (i) de “gekwalificeerde belegger” (art. 10 Prospectuswet), (ii) de “professionele belegger” (art. 46, 12° wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen), (iii) de “belegger” (art. 25 koninklijk besluit van 20 december 1995 betreffende de buitenlandse beleggingsondernemingen), en (iv) de “institutionele of professionele belegger” (art. 5, §3 van de wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles).

²⁵²² Luidens considerans nr. 31 bevat de MiFID maatregelen ter bescherming van de belegger aangepast aan de bijzondere kenmerken van elke beleggerscategorie (niet-professionele beleggers, professionele beleggers en tegenpartijen). Verder is voorzien in een “opt-out” (vermindering van bescherming) en een “opt-in” (verhoging van het beschermingsniveau) mogelijkheid. Zie V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *Bank Fin. R.*, 2007, afl. 6, 396-422, op 405, voetnoot 72, met verwijzingen. Zie tevens EUROPESE COMMISSIE, “Your Questions on MiFID”, update 31 oktober 2008, Vraag 152.2.

²⁵²³ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 34.

²⁵²⁴ Terminologisch werd hiernaar vaak verwezen als een vrijstelling voor “professionele beleggers” of “institutionele beleggers” (cf. D. NAPOLITANO, “Openbare aanbieding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 92, nr. 40).

handelden²⁵²⁵. Gezien het niet exhaustief karakter van de opsomming in de Prospectusrichtlijn, is deze oude lijst afgeschaft²⁵²⁶ en gaat het voortaan om “*rechtspersonen die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om actief te mogen zijn op de financiële markten*, met inbegrip van [...]”²⁵²⁷, en dit in tegenstelling tot de limitatieve lijst van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen²⁵²⁸. Naar Belgisch recht is het echter niet geheel duidelijk wat moet verstaan worden onder “*een vergunning hebben of gereguleerd zijn om actief te mogen zijn op de financiële markten*”. Is bijvoorbeeld een hypotheekonderneming²⁵²⁹ actief op de financiële markten – de activiteiten van dergelijke hypotheekonderneming beperken zich immers tot het toekennen van hypothecair krediet aan natuurlijke personen?²⁵³⁰ Bovendien had het statuut van de derivatenspecialist²⁵³¹ in de opsomming moeten zijn opgenomen, zeker vermits het statuut van grondstoffentermijnhandelaren wel in de opsomming is opgenomen²⁵³². De verwijzing naar “pensioenfondsen” is bovendien in een Belgische context potentieel dubbelzinnig²⁵³³. Een vergelijking met voormeld koninklijk besluit leert bovendien dat de vereiste dat de gekwalificeerde beleggers *voor eigen rekening* dienen te handelen, is weggevallen. Deze verplichting was indertijd voornamelijk opgenomen om verdoken openbare aanbiedingen te vermijden²⁵³⁴: op deze wijze zou de safe harbour voor gekwalificeerde beleggers immers artificieel kunnen worden gebruikt ook als het duidelijk is dat de uiteindelijke bestemmingen van de aanbieding particuliere investeerders zijn. In de logica van de Prospectusrichtlijn wordt dergelijke bekommernis evenwel opgevangen door de doorverkoopregeling²⁵³⁵. Hoewel de omzetting in de Belgische Prospectuswet op het eerste zicht zeer nauw bij de tekst van de Prospectusrichtlijn aanleunt, blijkt niettemin dat werd toegevoegd dat het moet gaan om “*de in België gevestigde rechtspersonen [...] alsook de in België gevestigde niet-vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in*

²⁵²⁵ G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445, 472, nr. 52; D. NAPOLITANO, “Openbare aanbieding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 92, nr. 40.

²⁵²⁶ De lijst van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 bevatte overigens een aantal verouderde categorieën, zoals de portefeuillemaatschappijen geregeld door het – inmiddels afgeschafte – koninklijk besluit nr. 64 van 10 november 1967 tot regeling van het statuut van de portefeuillemaatschappijen.

²⁵²⁷ Art. 10, §1 Prospectuswet.

²⁵²⁸ Op te merken is dat de oude reglementering in dat opzicht hybride was. Ten aanzien van openbare uitgifteverrichtingen bevatte art. 3, lid 2 van het koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen immers een limitatieve lijst (art. 3, lid 2, a t.e.m. k). Daarentegen bevatte artikel 6 van datzelfde koninklijk besluit, ten aanzien van de openbare aanbieding van collectieve beleggingsproducten, een identieke lijst, doch met de toevoeging van “*l) andere buitenlandse instellingen en ondernemingen die naar het recht waaronder ze ressorteren als professionele of institutionele belegger worden beschouwd of die volgens de financiële marktpraktijken als zodanig worden aanzien*”. Door deze toevoeging werd het limitatieve karakter van de lijst in de praktijk sterk uitgehold, waarbij de vraag kon worden gesteld waarom dit beperkt was tot enkel de context van collectieve beleggingsproducten.

²⁵²⁹ Onderworpen aan het statuut van de wet van 4 augustus 1992 op het hypothecair krediet. Zie met name artt. 1 en 37 wet van 4 augustus 1992 alsook art. 43 K.B. 5 februari 1993.

²⁵³⁰ Zie o.m. A. BRUYNEEL en T. VAN DYCK, “Syntheses van financieel recht”, *T.B.H.*, 2005/6, 575, op 581 (zie tevens A. BRUYNEEL, “Synthèses de droit financier”, *J.T.*, 2004, 665-682).

²⁵³¹ Art. 45, 10° en 45bis wet van 6 april 1995 en koninklijk besluit van 28 januari 2004.

²⁵³² Het is niet duidelijk of hiermee tevens verwijzing wordt gemaakt naar de “bemiddelaars in beleggingsinstrumenten met betrekking tot grondstoffen” (art. 117 wet 6 april 1995).

²⁵³³ Het is met name niet duidelijk of hiermee de “pensioeninstellingen” van art. 2, §§2 en 3 wet 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen (zie tevens K.B. 14 mei 1985 en 7 mei 2000 alsook wet 28 april 2003 betreffende aanvullende pensioenen) worden bedoeld.

²⁵³⁴ D. NAPOLITANO, “Openbare aanbieding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 92, nr. 40; G. T’JONCK, “Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000, 445, 472, nr. 52.

²⁵³⁵ Art. 3, §2, *in fine* van de Prospectuswet. Zie *Deel 2, Hoofdstuk 2, Afdeling 2*.

beleggingsinstrumenten is”²⁵³⁶. Deze Belgische toevoeging is o.i. in strijd met de Prospectusrichtlijn alsook het vrij verkeer van diensten²⁵³⁷. Naar de letter van de wet houdt dit in dat rechtspersonen die niet in België gevestigd zijn, maar via vrij verkeer van diensten wettig in België werkzaam zijn, in België niet als een gekwalificeerde belegger kunnen worden aangemerkt. Zoals hieronder zal worden aangetoond, is deze beperking in geen enkele van de andere onderzochte jurisdicties toegevoegd.

644. DE OMZETTING IN NEDERLAND. De Nederlandse wet vat het eerste deel van de definitie samen als een “rechtspersoon of vennootschap die een vergunning heeft of anderszins gereguleerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn”²⁵³⁸. De opsomming die in de Prospectusrichtlijn is vermeld, werd weggelaten. “Juridische entiteiten” is in de Wet financieel toezicht geherformuleerd als “rechtspersoon of vennootschap”. Verder is ook te beschouwen als gekwalificeerde belegger : elke “rechtspersoon of vennootschap die geen vergunning heeft of niet anderszins gereguleerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn en waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is”²⁵³⁹. De Nederlandse wet spreekt zich niet uit over de vraag of ook niet-Nederlandse personen kunnen gelden als gekwalificeerde belegger. GRUNDMANN-VAN DE KROL stelt – o.i. terecht – de vraag in welke mate niet in de E.E.R. gevestigde maar wel onder toezicht staande instellingen wel of niet als gekwalificeerde belegger kunnen gelden²⁵⁴⁰. Meerdere opvattingen kunnen verdedigd worden. Zo kan geargumenteed worden dat, aangezien in deze definitie geen expliciete beperking is opgenomen voor wat betreft de plaats van de vestiging van de belegger, ook beleggers uit derde landen hieronder kunnen vallen, hoewel het de vraag is of de Europese wetgever bij het opstellen van deze definitie zulke interpretatie voor ogen had²⁵⁴¹.

645. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Art. L. 411-2.II. 4° *code monétaire et financier* dat een lijst met de gekwalificeerde beleggers zal worden vastgelegd per decreet²⁵⁴². Dit gebeurde pas op 16 mei 2006, via het *décret n° 2006-557* van 16 mei 2006, dat op zijn beurt de uitvoeringsbepalingen van de *code monétaire et financier* amendeerde (art. D. 411-1 *code monétaire et financier*)²⁵⁴³. Op heden zijn vijftiental categorieën financiële instellingen aangemerkt als “gekwalificeerde beleggers”²⁵⁴⁴ indien zij

²⁵³⁶ Art. 10, §1, a Prospectuswet (eigen cursivering).

²⁵³⁷ Zie J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 195-196.

²⁵³⁸ Art. 1:1.a Wet financieel toezicht. Zie M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 74.

²⁵³⁹ Art. 1:1.b Wet financieel toezicht. Onder deze categorie vallen bijvoorbeeld de niet-gereguleerde *hedge funds* (zie M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 74).

²⁵⁴⁰ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 46-47.

²⁵⁴¹ Idem, 47. Dezelfde auteur geeft ook aan dat andere interpretaties mogelijk zijn, temeer gelet op het feit dat de Prospectusrichtlijn zich beperkt tot aanbiedingen van effecten op het grondgebied van de diverse lidstaten, waardoor het aannemelijk kan zijn dat de Prospectusrichtlijn uitsluitend het oog heeft gehad op instellingen gevestigd in een lidstaat (idem, 46).

²⁵⁴² Art. L. 411-2.II. 4° *Code monétaire et financier* : “Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d’investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret”.

²⁵⁴³ *Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre Ier du titre Ier du livre IV de la partie réglementaire du code monétaire et financier*.

²⁵⁴⁴ Meer bepaald figureren de volgende financiële instellingen op de lijst : “1° Les établissements de crédit et les compagnies financières [...]; 2° Les institutions et services mentionnés à l’article L. 518-1; 3° Les entreprises d’investissement [...]; 4° Les sociétés d’investissement mentionnées à l’article 6 de l’ordonnance du 2 novembre 1945 susvisée; 5° Les organismes de placement collectif [...]; 6° Les sociétés d’assurance et les sociétés de réassurance [...]; 7° Les sociétés de groupe d’assurance [...]; 8° Les institutions de prévoyance [...]; 9° Le fonds de réserve pour les retraites [...]; 10° Les mutuelles et unions de mutuelles [...]; 11° Les compagnies financières holdings mixtes [...]; [...] 15° La Caisse d’amortissement de la dette sociale [...]; 16° Les sociétés de capital-risque [...]; 17° Les sociétés financières d’innovation [...]; 18° Les intermédiaires en marchandises [...]”.

voor eigen rekening handelen²⁵⁴⁵ ofwel indien zij voor een andere gekwalificeerde belegger (met inbegrip van instellingen voor collectieve beleggingen) handelen²⁵⁴⁶. Deze Franse lijst wijkt op meerdere punten af van de geharmoniseerde definitie. Ten eerste, waar de Prospectusrichtlijn een niet-limitatieve lijst vooropstelt, blijkt de Franse lijst exhaustief. Op zich is dat niet problematisch, in de veronderstelling dat alle vergunde of gereguleerde entiteiten die volgens de Prospectusrichtlijn als gekwalificeerde belegger moeten worden beschouwd, op deze Franse lijst voorkomen. Een tweede verschilpunt is wel problematisch. De Franse wetgever blijkt namelijk de niet-vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in beleggingsinstrumenten is, vergeten te zijn. Dit is in tegenstrijd met de Prospectusrichtlijn. Een dergelijke rechtspersoon – denken we aan een patrimoniumvennootschap van een vermogende particulier – zal bijgevolg in België wel, en in Frankrijk niet, als gekwalificeerde belegger moeten worden beschouwd. Wellicht mee om die reden bepaalt artikel D. 411-2 *code monétaire et financier* uitdrukkelijk dat ook alle entiteiten die door de andere lidstaten van de E.E.R. als gekwalificeerde belegger worden beschouwd, ook in Frankrijk als zodanig beschouwd zullen worden²⁵⁴⁷. Dit is precies het omgekeerde van de Belgische omzetting (waarin net gesteld wordt dat de entiteiten in België moeten gevestigd zijn) en gaat ook verder dan de Nederlandse of Engelse omzetting (die zich over deze vraag niet uitspreekt).

646. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. De Franse omzettingwijze staat diametraal tegenover de laconische omzettingwijze in het Verenigd Koninkrijk. De *Financial Services And Markets Act 2000* verwijst rechtstreeks naar de Prospectusrichtlijn, als volgt: “(7) “Qualified investor” means [...] an entity falling within Article 2.1(e)(i) [...] of the prospectus directive”²⁵⁴⁸. Opnieuw kan de vraag worden gesteld hoe deze bepaling moet worden toegepast op een entiteit die in een andere lidstaat beschouwd wordt als een “gekwalificeerde belegger”. Zal deze in het Verenigd Koninkrijk ook automatisch beschouwd moeten worden als zodanig? De rechtstreekse verwijzing naar de Prospectusrichtlijn kan men als een indicatie beschouwen dat deze vraag positief moet worden beantwoord.

647. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De Duitse *Wertpapierprospektgesetz* geeft nog een andere invulling. Net als de Franse wet blijkt Abschnitt 1.2.6.a *Wertpapierprospektgesetz* namelijk een lijst te bevatten van de instellingen die beschouwd moeten worden als “gekwalificeerde belegger”. Deze lijst is eveneens exhaustief geformuleerd²⁵⁴⁹. Niettemin is de lijst aanzienlijk korter dan deze van de Franse *code monétaire et financier*. Worden als gekwalificeerde beleggers aangemerkt: kredietinstellingen²⁵⁵⁰,

²⁵⁴⁵ Art. D. 411-1.I: “[...] lorsqu'ils agissent pour compte propre [...]”.

²⁵⁴⁶ Art. D. 411-1.III: “Ont également la qualité d'investisseur qualifié: 1° Les entités mentionnées au I lorsqu'elles agissent pour le compte d'un organisme de placement collectif ou d'un investisseur qualifié appartenant à l'une des catégories mentionnées au I ou au II; 2° Les prestataires de services d'investissement lorsqu'ils agissent dans le cadre d'une activité de gestion de portefeuille pour le compte de leur mandant”.

²⁵⁴⁷ Art. D-411-2 *Code monétaire et financier*: “Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés les [...] entités reconnues investisseurs qualifiés dans les Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen, conformément aux dispositions de la directive 2003/71 /CE du 4 novembre 2003”.

²⁵⁴⁸ Section 86(7) *Financial Markets Act 2000*.

²⁵⁴⁹ Zie de gesloten formulering van Abschnitt 1.2.6.a *Wertpapierprospektgesetz*. Nergens blijkt uit deze tekst dat ook andere categorieën financiële instellingen zouden kunnen aangemerkt worden als “gekwalificeerde belegger”.

²⁵⁵⁰ §1 Abs. 1b, §53 Abs. 1 Satz 1 of § 53b Abs. 1 Satz 1 of Abs. 7 van de *Kreditwesengesetzes*. Hierdoor zijn zowel de binnenlandse kredietinstellingen als de kredietinstellingen van een andere lidstaat gevat (zie met name §53 Abs. 1 Satz 1: “Unterhält ein Unternehmen mit Sitz im Ausland eine Zweigstelle im Inland, die Bankgeschäfte betreibt oder Finanzdienstleistungen erbringt, gilt die Zweigstelle als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut. 2 Unterhält das Unternehmen mehrere Zweigstellen im Inland, gelten sie als ein Institut” en §53b Abs. 1 Satz 1: “Ein Einlagenkreditinstitut oder ein Wertpapierhandelsunternehmen mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums darf ohne Erlaubnis durch die Bundesanstalt über eine Zweigniederlassung oder im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs im Inland Bankgeschäfte mit Ausnahme des Investmentgeschäftes betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen, wenn das Unternehmen von den zuständigen Stellen des Herkunftsstaats zugelassen worden ist, die Geschäfte durch die Zulassung abgedeckt

private en openbare verzekeringsondernemingen (*private und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen*), investeringsvennootschappen (*Kapitalanlage-gesellschaften*)²⁵⁵¹, beleggingsondernemingen (*Investmentaktiengesellschaften*)²⁵⁵² alsook buitenlandse beleggingsondernemingen (*ausländische Investmentgesellschaften*), en hun respectieve beheervenootschappen, pensioenfondsen (*Pensionsfonds*), en hun beheervenootschappen, derivatenhandelaars (*Warenderivatehändler*) alsook niet-vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in beleggingsinstrumenten is²⁵⁵³. Zoals blijkt uit de definities van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, ging de Duitse wetgever ervan uit dat dit zowel geldt voor binnenlandse ondernemingen als voor ondernemingen die via een vestiging of via vrij dienstenverkeer in Duitsland actief zijn.

648. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. De divergenties die blijken uit deze rechtsvergelijkende analyse zijn aanzienlijk. Opnieuw moeten we ons de vraag stellen of deze verschilpunten inzake de omzetting in de onderzochte jurisdicties relevant zijn. Het fundamentele probleem met de huidige reglementering – en de wijze waarop deze in de lidstaten is omgezet – is dat een potentiële belegger zichzelf niet kan bestempelen als een “gekwalficeerde belegger in de zin van Prospectusrichtlijn 2003/71/EG”. Immers, een belegger is pas “gekwalficeerd” indien hij of zij dat onder het “toepasselijk recht” is. Maar, wat is het toepasselijk recht? Stel dat een Belgische uitgevende instelling een aanbieding doet aan een Franse kredietinstelling. Is de Franse wet dan van toepassing om te beoordelen of de kredietinstelling een “gekwalficeerde belegger” is? Of is de Belgische wet van toepassing? Deze vraag is niet zonder belang : immers, zoals we gezien hebben, heeft de Belgische wetgever – o.i. ten onrechte – het etiket van de “gekwalficeerde beleggers” voorbehouden voor *in België gevestigde* personen. Dit betekent dat, indien ons antwoord op de vraag in de richting van het Belgisch recht wijst, de Franse kredietinstelling geen “gekwalficeerde belegger” zou zijn. Omgekeerd, indien het Frans recht van toepassing is, is deze kredietinstelling wel een “gekwalficeerde belegger”. Hoewel diverse criteria denkbaar zijn om het toepasselijk recht te bepalen (vb. het recht van de plaats waar de aanbieding gebeurt, het recht dat de uitgevende instelling beheerst, het recht dat de belegger beheerst) bepaalt de Prospectusrichtlijn niets terzake. Bijgevolg zal deze vraag beantwoord moeten worden door de bepalingen van internationaal privaatrecht die in de lidstaten gelden. Dat leidt tot een *paradoxe* situatie : indien een belegger actief op zoek gaat naar investeringsmogelijkheden in andere lidstaten bestaat het risico dat hij in deze lidstaten niet zal gelden als “gekwalficeerde belegger”. Het valt bijgevolg niet uit te sluiten dat dergelijke situatie een negatieve impact heeft op de efficiëntie van financiële intermediatie. De vraag is echter of deze negatieve impact significant is. Men zou kunnen argumenteren dat dit in de praktijk geen probleem zal vormen voor gesofisticeerde beleggers²⁵⁵⁴.

sind und das Unternehmen von den zuständigen Stellen nach den Vorgaben der Richtlinien der Europäischen Gemeinschaften beaufsichtigt wird [...]”).

²⁵⁵¹ *Kapitalanlagegesellschaften* zijn een bijzondere categorie van kredietinstellingen, gedefinieerd in resp. Abschnitt 1, §2 en Abschnitt 2, §6 van de *Investmentgesetz (InvG)* van 15 december 2003 (BGBl. I S. 2676), die in werking is getreden op 1 januari 2004. Abschnitt 1, §2(6) van deze wet bepaalt dat “Kapitalanlagegesellschaften sind Kreditinstitute, deren Hauptzweck in der Verwaltung von Sondervermögen oder in der Verwaltung von Sondervermögen und der individuellen Vermögensverwaltung besteht”. Abschnitt 2, §6 van deze wet bepaalt vervolgens dat : “Kapitalanlagegesellschaften sind Kreditinstitute, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, Sondervermögen zu verwalten und Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen nach § 7 Abs. 2 zu erbringen. [...]”.

²⁵⁵² *Investmentaktiengesellschaften* zijn op hun beurt gedefinieerd in Abschnitt 2, §6(5) van de *Investmentgesetz (InvG)* van 15 december 2003 (BGBl. I S. 2676) als “Aktiengesellschaften, deren Unternehmensgegenstand nach der Satzung auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage in Vermögensgegenständen nach § 2 Abs. 4 Nr. 1 bis 4 und 7 bis 9 beschränkt ist”.

²⁵⁵³ Cf. Abschnitt 1.2.6.a, in *fine Wertpapierprospektgesetz* : “Einrichtungen, die weder zugelassen sind noch beaufsichtigt werden und deren einziger Geschäftszweck in der Wertpapieranlage besteht”.

²⁵⁵⁴ Een ander argument bestaat erin om het relatief beperkte belang van de gekwalficeerde beleggers-vrijstelling te onderstrepen. In de meeste gevallen zal in de praktijk ofwel de drempel van 100 personen per lidstaat volstaan, desgevallend gekoppeld aan de 50.000 EUR grens. Dat neemt echter niet weg dat in een aantal gevallen waar in één of meerdere lidstaten de drempel bijna is bereikt, de discussie wel een belangrijke relevantie kan hebben : gezien de gekwalficeerde beleggers uitgesloten zijn uit de 100 personen drempel, is het dan immers erop of eronder :

Immers, of deze belegger nu al dan niet als “gekwalficeerde belegger” geldt, is in beginsel meer relevant voor de uitgevende instelling dan voor de belegger zelf. Het is dus aan de uitgevende instelling om haar “huiswerk” te maken en, vooraleer een aanbieding te richten aan een persoon, vast te stellen of deze onder het toepasselijk recht al dan niet een “gekwalficeerde belegger” is. Deze argumentatie is echter nogal theoretisch. In de praktijk zal immers niet zelden een gekwalficeerde belegger verzocht worden om zichzelf te certificeren, voordat het *private placement memorandum* wordt overhandigd. Dergelijke zelfcertificatie kan ook onbewust gebeuren, bijvoorbeeld via *disclaimers* opgenomen in het *memorandum*. Het risico wordt via zelfcertificatie dus opnieuw (groten)deels bij de gekwalficeerde belegger gelegd. Maar ook in het omgekeerde geval – indien het risico bij de uitgevende instelling blijft – zijn er mogelijke negatieve consequenties : een uitgevende instelling die zelf een substantieel aantal buitenlandse gesofisticeerde beleggers actief benadert, zou om absoluut zeker te zijn, moeten (laten) onderzoeken of deze als “gekwalficeerde belegger” zullen gelden. O.i. lijkt het om deze redenen aannemelijk dat de geïdentificeerde divergenties de kosten en risico’s verbonden aan het actief op zoek gaan naar buitenlandse investeringsmogelijkheden (voor de beleggers) én het actief op zoek gaan naar buitenlandse financiering (voor de uitgevende instellingen) vergroten.

649. POGING TOT HET FORMULEREN VAN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEVEN. Nochtans is dit probleem verre van onoverkomelijk. Er bestaan verschillende mogelijke alternatieven. Een eerste alternatief zou erin bestaan om de criteria op te nemen in de *Algemene Prospectusverordening*, zodat deze uniform zullen gelden voor de gehele E.E.R. We menen dat dit in elk geval aanbevolen is. Mee in het licht van de efficiëntie van de intermediatie heeft het geen zin dat de lidstaten de criteria ter bepaling van het gekwalficeerde beleggers-begrip – al dan niet met grote of kleine divergenties – omzetten in hun eigen recht. Een *Algemene Prospectusverordening* die in uniforme criteria voorziet, zal reeds veel van de mogelijke rechtsonzekerheid wegnemen. Nochtans is met deze oplossing niet alle risico weggenomen dat er toch nog onduidelijkheid zou bestaan omtrent het al dan niet voldaan zijn aan de toepasselijke criteria. Om deze reden zou men kunnen overwegen om, bovenop de criteria van de *Algemene Prospectusverordening*, tevens een register aan te leggen van gekwalficeerde beleggers, namelijk een lijst die alle financiële instellingen opsomt die als “gekwalficeerde belegger” worden aangemerkt. Dit register zou lidstaat per lidstaat georganiseerd kunnen worden, of zou op Europees niveau gecoördineerd kunnen worden. Men kan evenwel een aantal nadelen anticiperen die verbonden zijn met de organisatie van dergelijk register. Terwijl de voordelen van het register niet onmiddellijk duidelijk zijn, kan verwacht worden dat het tot stand brengen – en het permanent bijwerken – van dit register aanzienlijke kosten met zich meebrengt. Een alternatief zou dan kunnen bestaan in een soort “register-light”, namelijk een register, op Europees niveau, van alle *categorieën* financiële instellingen die per lidstaat worden aangemerkt als “gekwalficeerde belegger”. Nochtans lijkt ook dergelijk register niet optimaal. Immers, ook in dat geval zal het bijwerken van dit register kosten teweegbrengen. Bovendien zal het ook een vraag zijn in welke mate dergelijke registers worden geraadpleegd in de praktijk.

650. TWEDE ALTERNATIEF. Als alternatief kan *de lege ferenda* overwogen worden om, bovenop de *Algemene Prospectusverordening*, een regime van *wederzijdse erkenning* tot stand te brengen²⁵⁵⁵. Zo

indien de beleggers niet gelden als “gekwalficeerde belegger”, moeten zij dan bij de 100 personen geteld worden, wat dan in principe ertoe kan leiden dat de verrichting prospectusplichtig wordt.

²⁵⁵⁵ Cf. M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalficeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 75 : “[...] In deze categorie gaat het om in een andere lidstaat als gekwalficeerde belegger aangemerkte natuurlijke persoon of onderneming. Dit is gebaseerd op het beginsel van wederzijdse erkenning, wat dient te waarborgen dat kleine ondernemingen met zetel in een andere lidstaat die door de toezichthoudende instantie van die lidstaat worden aangemerkt als gekwalficeerde belegger, in Nederland automatisch als gekwalficeerde belegger worden aangemerkt. Zoals de uitdrukking doet vermoeden, betekent ‘wederzijdse erkenning’ echter ook dat bedoelde natuurlijke personen en ondernemingen uit een andere lidstaat alleen in Nederland worden aangemerkt als gekwalficeerde belegger indien een dergelijke Nederlandse gekwalficeerde belegger ook in die andere lidstaat als gekwalficeerde belegger wordt aangemerkt. Om een gunstig vestigingsklimaat in Nederland te behouden heeft de Nederlandse wetgever de beslissing of in Nederland bedoelde ondernemingen en natuurlijke personen uit andere lidstaten als gekwalficeerde belegger worden

zou de “gekwalificeerde belegger” een Europees paspoort krijgen : indien de financiële instelling volgens de lidstaat van herkomst een gekwalificeerde belegger is, zullen ook alle andere lidstaten deze instelling als “gekwalificeerde belegger” moeten aanmerken. Eigenlijk is er reeds één lidstaat die deze oplossing uitdrukkelijk heeft uitgewerkt, namelijk Frankrijk. Artikel D. 411-2 *code monétaire et financier* bepaalt immers dat ook alle entiteiten die door de andere lidstaten van de E.E.R. als gekwalificeerde belegger worden beschouwd, in Frankrijk als zodanig beschouwd zullen worden²⁵⁵⁶. De Nederlandse en de Engelse wetgever spreken zich daarover niet met zoveel woorden uit, maar het lijkt erop dat de woordelijke overname van de tekst van de Prospectusrichtlijn (in het geval van de Nederlandse *Wet financieel toezicht*) of de rechtstreekse verwijzing naar de Prospectusrichtlijn (in het geval van de Engelse *Financial Services And Markets Act 2000*) een soortgelijke doelstelling hebben. Echter, indien voor dergelijke oplossing zou worden gekozen, moet voor een gekwalificeerde belegger een “lidstaat van herkomst” worden aangeduid. Voor de vergunde of gereguleerde instellingen is dat weinig problematisch, aangezien zij per definitie onder het toezicht van een bevoegde autoriteit vallen. Wat daarentegen de niet-vergunde of niet-gereguleerde instellingen betreft, zou kunnen worden overwogen dat de lidstaat waar zij hun zetel hebben, kan gelden als de lidstaat van herkomst. Bovendien zou de hoger aangehaalde door GRUNDMANN-VAN DE KROL aangehaalde twijfel weg moeten worden genomen omtrent de toepasselijkheid van de criteria van deze definitie op beleggers die gevestigd zijn buiten de E.E.R. *De lege ferenda* lijkt er vanuit het perspectief van de efficiëntie van de intermediaatieweinig reden om de niet E.E.R. beleggers uit te sluiten : op deze wijze worden het potentieel aanbod van kapitaal aan E.E.R. uitgevende instellingen vergroot. Om geen kosten te creëren, zou ten slotte ook kunnen worden overwogen om te voorzien in een optioneel systeem van zelfcertificering. Zo kan een gekwalificeerde belegger verzoeken om een bevestiging dat zij beschouwd kan worden als een “gekwalificeerde belegger”. Dit hoeft geen verplichting te zijn : zij kan ook zichzelf als zodanig beschouwen zonder bevestiging te vragen. Het voordeel van deze keuze is dat geen kosten worden gecreëerd indien de markt van de *private equity* meent dat het niet noodzakelijk of wenselijk is een dergelijke bevestiging te hebben. *De legenda ferenda* kan bijgevolg het volgende worden voorgesteld.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“gekwalificeerde beleggers”: *juridische entiteiten die in hun lidstaat van herkomst een vergunning hebben of gereguleerd zijn om op de financiële markten actief te mogen zijn, met inbegrip van kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen ervan, pensioenfonds en de beheermaatschappijen ervan, grondstoffentermijnhandelaren, alsmede niet-vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is. Alle overige lidstaten zullen de juridische entiteiten die door hun lidstaat van herkomst als gekwalificeerde belegger worden beschouwd, ook als zodanig beschouwen. Dergelijke juridische entiteiten kunnen, zonder daartoe verplicht te zijn, de bevoegde lidstaat van de lidstaat van herkomst verzoeken om een bevestiging dat zij in hun lidstaat van herkomst beschouwd worden als gekwalificeerde belegger.*

Voor de doeleinden van de vorige paragraaf, zal als lidstaat van herkomst gelden (i) indien de entiteit vergund of gereguleerd is, de lidstaat waar zij vergund of gereguleerd is, (ii) in alle andere gevallen, de lidstaat of de staat buiten de E.E.R. waar zij haar zetel of domicilie heeft.

aangemerkt, niet afhankelijk gesteld van de houding van andere lidstaten tegenover soortgelijke Nederlandse gekwalificeerde beleggers”.

²⁵⁵⁶ Art. D-411-2 *Code monétaire et financier* : “Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés les [...] entités reconnues investisseurs qualifiés dans les Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen, conformément aux dispositions de la directive 2003/71 /CE du 4 novembre 2003”.

3.3.2. Tweede categorie : statelijke entiteiten (verplicht)

651. DE OMZETTING IN BELGIË. De meeste van de hierboven geïdentificeerde problemen bestaan niet bij de tweede categorie van “gekwalificeerde beleggers”, namelijk de “nationale en regionale regeringen, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals het INTERNATIONAAL MONETAIR FONDS, de EUROPESE CENTRALE BANK, de EUROPESE INVESTERINGSBANK en andere soortgelijke internationale organisaties”. Het zal immers in de meeste gevallen duidelijk zijn of een belegger wel of niet een dergelijke statelijke entiteit betreft. De Belgische Prospectuswet bepaalt dat deze tweede categorie betrekking heeft op “de Staat, de gewesten en de gemeenschappen, de Nationale Bank van België en de in België gevestigde internationale en supranationale instellingen”²⁵⁵⁷. De Belgische wetgever gaat op diverse punten te kort door de bocht. Ten eerste worden het INTERNATIONAAL MONETAIR FONDS en de EUROPESE CENTRALE BANK niet vermeld. Ten tweede heeft de Belgische wetgever opnieuw (zie hierboven 3.3.1) de woorden “nationale en regionale regeringen” en “soortgelijke internationale organisaties” van de Prospectusrichtlijn geïnterpreteerd in een louter nationale context. Zelfs de internationale en supranationale instellingen moeten “in België gevestigd [...]” zijn.

652. DE OMZETTING IN NEDERLAND. De Nederlandse wetgever heeft deze categorie omgezet als zijnde van toepassing op elk “[n]ationaal of regionaal overheidslichaam, centrale bank, internationale of supranationale financiële organisatie of andere soortgelijke internationale instelling”²⁵⁵⁸. Hier is (terecht) niet bepaald dat deze in Nederland gevestigd moeten zijn.

653. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Art. D. 411-1.I *code monétaire et financier* voorziet opnieuw in een opsomming : de lidstaten van de OECD²⁵⁵⁹ (zie tevens hieronder, bij de kritische evaluatie), de EUROPESE CENTRALE BANK en de centrale banken van de lidstaten van OECD²⁵⁶⁰, de internationale financiële instellingen van publiek karakter waaraan Frankrijk of enige andere lidstaat van de OECD deelnemen²⁵⁶¹, en de CAISSE D'AMORTISSEMENT DE LA DETTE SOCIALE²⁵⁶².

654. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Opnieuw blinkt de Engelse wetgever uit in beknoptheid. De *Financial Services And Markets Act 2000* verwijst andermaal rechtstreeks naar de Prospectusrichtlijn, als volgt : “(7) “Qualified investor” means [...] an entity falling within Article 2.1(e)(ii) [...] of the prospectus directive”²⁵⁶³.

655. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De Duitse *Wertpapierprospektgesetz* blijft zeer dicht bij de Prospectusrichtlijn²⁵⁶⁴. De vrijstellingscategorie is van toepassing op nationale en regionale regeringen, centrale banken, internationale en supranationale instellingen (zoals het INTERNATIONAAL MONETAIR FONDS), de EUROPESE CENTRALE BANK, andere vergelijkbare internationale organisaties en de KREDITANSTALT FÜR WIEDERAUFBAU²⁵⁶⁵.

²⁵⁵⁷ Art. 10, §1, b Prospectuswet.

²⁵⁵⁸ Art. 1:1.c Wet financieel toezicht. Zie M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 74.

²⁵⁵⁹ Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation de coopération et de développement économiques). Art. D. 411-1.I, 12° *Code monétaire et financier*.

²⁵⁶⁰ Art. D. 411-1.I, 13° *Code monétaire et financier*.

²⁵⁶¹ Art. D. 411-1.I, 14° *Code monétaire et financier*.

²⁵⁶² Art. 1 *ordonnance du 24 janvier 1996*.

²⁵⁶³ Section 86(7) *Financial Markets Act 2000*.

²⁵⁶⁴ Abschnitt 1.2.6.b *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁵⁶⁵ Cf. Abschnitt 1.2.6.b *Wertpapierprospektgesetz* : “nationale und regionale Regierungen, Zentralbanken, internationale und supranationale Institutionen wie der Internationale Währungsfonds, die Europäische Zentralbank, die Europäische Investitionsbank, andere vergleichbare internationale Organisationen und die Kreditanstalt für Wiederaufbau”.

656. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. Voor een analyse kan verwezen worden naar de kritische evaluatie van de eerste categorie gekwalificeerde beleggers. *Grosso modo* gelden dezelfde opmerkingen hier, hoewel de concrete impact (en onze bekommernis dienaangaande) sterk getemperd lijken. De enige omzettingwet die verkeerd blijkt, is de Belgische Prospectuswet, die bepaalt dat de internationale organisaties *in België gevestigd* moeten zijn. Indien de criteria ter bepaling van de gekwalificeerde beleggers worden opgenomen in de *Algemene Prospectusverordening* – zoals hierboven *de lege ferenda* voorgesteld – zullen deze evenwel uniform gelden voor de gehele E.E.R. Anderzijds moet een algemene bedenking gemaakt worden dat het niet duidelijk is in welke mate statelijke entiteiten van *buiten de E.E.R.* als “gekwalificeerde belegger” zullen gelden. In de Franse wet wordt deze notie immers uitgebreid tot alle lidstaten van de OECD. De OECD telt 30 lidstaten, met onder meer de Verenigde Staten van Amerika, Japan, Canada en Australië²⁵⁶⁶. In andere wetten, zoals Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland wordt niet gepreciseerd of de notie “nationale en regionale regeringen” slaat op hun eigen lidstaat, op de E.E.R., op de OECD of op alle nationale en regionale regeringen. O.i. lijkt er weinig op tegen te zijn deze notie uitdrukkelijk uit te breiden tot alle statelijke entiteiten, zowel binnen als buiten de E.E.R. Op deze wijze worden de financieringsmogelijkheden immers potentieel vergroot. Ook een uitbreiding naar de lidstaten van de OECD is wellicht nog te beperkt; in de Franse wet zullen bijvoorbeeld de statelijke entiteiten van China, Indië, sommige staten in het Midden-Oosten of andere snelgroeiende economieën niet beschouwd worden als “gekwalificeerde belegger” (deze zijn immers geen lidstaten van de OECD).

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“gekwalificeerde beleggers”: nationale en regionale regeringen, zowel binnen als buiten de E.E.R., centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals het Internationaal Monetair Fonds, de Europese Centrale Bank, de Europese Investeringsbank en andere soortgelijke internationale organisaties.

3.3.3. Derde categorie : grote ondernemingen (verplicht)

657. DE OMZETTING IN BELGIË. Daarmee zijn we aanbelaand bij de derde en laatste verplichte categorie. De Prospectusrichtlijn bepaalt dat ook alle juridische entiteiten die geen “kleine en middelgrote onderneming” (in de zin van de Prospectusrichtlijn) zijn als gekwalificeerde belegger moeten worden beschouwd. Een onderneming is *geen* kleine en middelgrote onderneming indien volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan minstens twee van de volgende voorwaarden voldaan zijn : (i) het gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar bedraagt tenminste 250, (ii) het balanstotaal bedraagt meer dan 43.000.000 EUR of (iii) de jaarlijkse netto-omzet is meer dan 50.000.000 EUR. Voor het Belgisch recht is dit een belangrijk verschil met de oude reglementering²⁵⁶⁷. Artikel 10, §1 Prospectuswet zet deze criteria getrouw om²⁵⁶⁸. Niettemin voegt de Belgische wetgever hieraan opnieuw – verkeerdelijk – de vereiste toe dat een dergelijke onderneming “in België gevestigd” moet zijn²⁵⁶⁹.

658. DE OMZETTING IN NEDERLAND. De Wet Financieel Toezicht expliciteert deze criteria niet. Zij

²⁵⁶⁶ http://www.oecd.org/document/58/0,2340,en_2649_201185_1889402_1_1_1_1,00.html

²⁵⁶⁷ M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105, 116-7.

²⁵⁶⁸ Artikel 10, §1, c Prospectuswet.

²⁵⁶⁹ Zie onze kritiek in *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 3.3.1* hierboven.

stelt enkel dat als gekwalificeerde belegger moet worden beschouwd : elke rechtspersoon of vennootschap, niet zijnde een rechtspersoon of vennootschap als bedoeld in onderdeel d, aanhef en onder 1^{o2570}. Daarmee wordt verwezen naar de definitie van “kleine ondernemingen”, namelijk een rechtspersoon of vennootschap met zetel in Nederland die volgens bij algemene maatregel van bestuur vast te stellen regels wordt aangemerkt als kleine onderneming²⁵⁷¹. De algemene maatregel van bestuur waarnaar wordt verwezen is artikel 4 Besluit definitiebepalingen Wft, die een correcte omzetting is van de Prospectusrichtlijn²⁵⁷². Men kan bovendien opmerken dat luidens de tekst van de Wet Financieel Toezicht de vrijstellingscategorie van “kleine ondernemingen” enkel beperkt is tot rechtspersonen of vennootschappen met zetel in Nederland (zie verder hieronder). Deze territorialiteitsvereiste is weggelaten voor de grote ondernemingen²⁵⁷³.

659. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Art. D. 411-1.I, 19^o *code monétaire et financier* zet de criteria eveneens correct om (zonder te vereisen dat het moet gaan om in Frankrijk gevestigde ondernemingen)²⁵⁷⁴, met één nuance : anders dan de Prospectusrichtlijn doet vermoeden – de tekst is evenwel niet volledig eensluidend – heeft de Franse wetgever bepaald dat het gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar meer dan – en niet minstens – 250 moet bedragen.

660. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Andermaal blinkt de Engelse wetgever uit in beknoptheid (*less is more*, eens te meer). De *Financial Services And Markets Act 2000* verwijst rechtstreeks naar de Prospectusrichtlijn : “(7) “Qualified investor” means [...] an entity falling within Article 2.1(e)(iii) [...] of the prospectus directive”²⁵⁷⁵.

661. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De Duitse *Wertpapierprospektgesetz* herhaalt opnieuw, bijna letterlijk, de Prospectusrichtlijn²⁵⁷⁶, en zet de Prospectusrichtlijn correct om.

662. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. Behalve voor wat betreft de foutieve omzetting van de Belgische wetgever – die vereist dat het moet gaan om in België gevestigde vennootschappen – en een klein, in de praktijk wellicht verwaarloosbaar, omzettingsverschil in Frankrijk, is ten aanzien van deze categorie gekwalificeerde beleggers quasi-volledige harmonisatie bereikt. Dit betekent dat een “grote onderneming”, in de zin van de Prospectusrichtlijn, in alle onderzochte jurisdicties als gekwalificeerde belegger zal gelden, ook al heeft zij een zetel buiten de onderzochte jurisdictie. De Prospectusrichtlijn spreekt zich opnieuw niet uit over de vraag of ook “grote ondernemingen” met zetel buiten de E.E.R. als “gekwalificeerde belegger” kunnen of moeten worden beschouwd. Net zoals ten aanzien van de statelijke entiteiten (cf. 3.3.2) pleiten we ervoor dat dit *de lege ferenda* uitdrukkelijk kan worden bevestigd. Dit leidt evenwel tot de vraag naar de gelijkwaardigheid van boekhoudkundige normen : zal

²⁵⁷⁰ Art. 1:1.e Wet financieel toezicht. Zie M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 74-75.

²⁵⁷¹ Art. 1:1.d.1^o Wet financieel toezicht.

²⁵⁷² Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Besluit definitiebepalingen Wft), *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*, Jaargang 2006, 505. Art. 4.1 van dit *Besluit definitiebepalingen Wft* bepaalt dat : “[a]ls kleine onderneming in de zin van onderdeel d van de definitie van gekwalificeerde belegger in artikel 1:1 van de wet worden aangemerkt rechtspersonen of vennootschappen die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan tenminste twee van de volgende drie criteria voldoen: a. een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250; b. een balanstotaal van ten hoogste € 43.000.000; c. een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste € 50.000.000”.

²⁵⁷³ De begrippen “rechtspersonen” en “vennootschappen” zijn overigens niet gedefinieerd in de Wet Financieel Toezicht.

²⁵⁷⁴ Art. D. 411-1.I, 19^o *Code monétaire et financier* : “Les entités remplissant au moins deux des trois critères suivants : effectifs annuels moyens supérieurs à 250 personnes ; total du bilan supérieur à 43 millions d'euros ; chiffre d'affaires ou montant des recettes supérieur à 50 millions d'euros. Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes”.

²⁵⁷⁵ Section 86(7) Financial Markets Act 2000.

²⁵⁷⁶ Abschnitt 1.2.6.c *Wertpapierprospektgesetz*. Zie eveneens de definitie van “kleine und mittlere Unternehmen” in Abschnitt 1.2.7 *Wertpapierprospektgesetz*.

een onderneming die onder de lokale boekhoudkundige normen als grote onderneming geldt, maar dat niet zou zijn onder IFRS, kunnen en mogen beschouwd worden als een grote onderneming en bijgevolg ook als een gekwalificeerde belegger? Een *de lege ferenda* mogelijkheid zou erin bestaan om deze vraag te beantwoorden op basis van Verordening (EG) Nr. 1569/2007 die voorziet in een procedure waarbij de algemeen aanvaarde grondslagen voor de financiële verslaggeving van een derde land als gelijkwaardig aan IFRS kunnen worden aangemerkt²⁵⁷⁷. Op termijn zouden zo grote ondernemingen uit de Verenigde Staten, Canada en Japan kunnen beschouwd worden als gekwalificeerde belegger²⁵⁷⁸. Voor wat de grote ondernemingen uit andere jurisdicties betreft, zullen we in 3.3.4. hieronder voorstellen dat *de lege ferenda* kan voorzien worden dat dat zij registreren als gekwalificeerde belegger. Los daarvan moet een meer fundamentele observatie gemaakt worden. Indien de eerste drie categorieën met mekaar vergeleken worden, lijkt de graad van detail voor elke categorie toe te nemen : de eerste categorie is het meest “open” geformuleerd, de tweede categorie is gedeeltelijk open en gedeeltelijk gesloten geformuleerd, en de derde categorie is zeer gesloten en gedetailleerd geformuleerd. Men kan intuïtief aanvoelen dat de graad van harmonisatie van de omzettingen zal afhangen van de graad van detail. Hoe minder gedetailleerd, en hoe meer open geformuleerd de bepalingen van de richtlijn zijn, des te meer divergent en minder geharmoniseerd zullen de omzettingen zijn. Ons onderzoek van de omzettingen voor elk van deze drie categorieën lijkt te bevestigen dat deze intuïtie correct is.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“gekwalificeerde beleggers”: andere juridische entiteiten, **binnen en buiten de E.E.R.**, die niet voldoen aan twee van de drie onder f) vervatte criteria.

3.3.4. Vierde categorie : kleine en middelgrote ondernemingen (optioneel)

663. DE OMZETTING IN BELGIË. De Prospectusrichtlijn voorziet dat indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning, kleine en middelgrote ondernemingen die hun statutaire zetel in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt, ook als zodanig kunnen worden beschouwd²⁵⁷⁹. De Belgische wetgever had bij de laattijdige omzetting van de Prospectusrichtlijn van deze optie aanvankelijk geen gebruik gemaakt. De Prospectuswet bepaalde wel dat “de in België gevestigde rechtspersonen met statutaire zetel op het grondgebied van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte die niet voldoen aan ten minste twee van de drie in c) bedoelde criteria en die als gekwalificeerde belegger worden aangemerkt in de lidstaat op het grondgebied waarvan hun statutaire zetel is gevestigd” ook in België als gekwalificeerde belegger zullen worden beschouwd²⁵⁸⁰. De Belgische wetgever concretiseerde

²⁵⁷⁷ Verordening (EG) Nr. 1569/2007 van de Commissie van 21 december 2007 waarbij ter uitvoering van de Richtlijnen 2003/71/EG en 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad een mechanisme wordt opgezet voor het nemen van een besluit over de gelijkwaardigheid van standaarden voor jaarrekeningen die door effectenuitgevende instellingen van derde landen worden toegepast, *Pb. L.*, 22 december 2007, afl. 340, 66. Zie in het bijzonder considerans nr. 4: “De voorzitter van de Europese Raad, de voorzitter van de Commissie en de president van de Verenigde Staten hebben in april 2007 afgesproken de totstandkoming van de voorwaarden te bevorderen en te verzekeren opdat de US GAAP en de IFRS in 2009 of eerder in beide jurisdicties worden erkend zonder dat aanpassingen noodzakelijk zijn”. Zie tevens H. OLIVIER, “Le concept d’équivalence des normes, une réponse à la mondialisation des marchés de capitaux” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 731, 738-742.

²⁵⁷⁸ Zie considerans nr. 4 van de Verordening (EG) Nr. 1569/2007.

²⁵⁷⁹ Art. 2.1.e.v Prospectusrichtlijn.

²⁵⁸⁰ Artikel 10, §1, d Prospectuswet.

daarmee de wederzijdse erkenning die besloten is in art. 2.1.e.v Prospectusrichtlijn. Anderzijds voorzag de Prospectuswet in de mogelijkheid om via koninklijk besluit alsnog een dergelijk register in te voeren²⁵⁸¹. Het koninklijk besluit van 26 september 2006 tot uitbreiding van het begrip gekwalificeerde belegger en het begrip institutionele of professionele belegger²⁵⁸² heeft hieraan gevolg gegeven²⁵⁸³. Alle andere rechtspersonen dan bedoeld in artikel 10, §1 van Prospectuswet, die hun statutaire zetel in België hebben en niet voldoen aan ten minste twee van de drie criteria bedoeld in artikel 10, § 1, c), van de Prospectuswet, worden erkend als gekwalificeerde belegger, voor zover zij de CBFA uitdrukkelijk verzoeken te worden erkend als gekwalificeerde belegger in de zin van de Prospectuswet²⁵⁸⁴. Dit verzoek moet aan de CBFA worden gericht zowel via aangetekend schrijven als via elektronische weg op het email adres reg.invest@cbfa.be²⁵⁸⁵. Overigens wordt in de praktijk door de CBFA gevraagd om de on-line versie van het standaardformulier²⁵⁸⁶ in te vullen en, middels de “send” knop, te versturen. Aan dit standaardformulier moet onder meer een kopie van de beslissing van het bevoegde orgaan van de verzoeker om dergelijk verzoek in te dienen, worden toegevoegd. Deze beslissing bevat een verklaring van de verzoeker die op eigen verantwoordelijkheid bevestigt dat hij niet voldoet aan de criteria om beschouwd te worden als een grote onderneming (en preciseert welke criteria niet zijn vervuld), dat hij over rechtspersoonlijkheid beschikt, en dat zijn statutaire zetel in België is gelegen²⁵⁸⁷. Binnen tien werkdagen na ontvangst, via de post, van een volledig verzoek, wordt de verzoeker ingeschreven in het register. De CBFA brengt deze inschrijving ter kennis van de verzoeker, met vermelding van de datum van inwerkingtreding ervan²⁵⁸⁸. Naast het standaardformulier voor de inschrijving, bestaan ook nog standaardformulieren voor de wijziging van gegevens of de schrapping uit het register. Een wijziging in de naam, de statutaire zetel of de rechtsvorm van een gekwalificeerde belegger, alsook de vereffening van die rechtspersoon, moeten binnen vijftien werkdagen aan de CBFA worden meegedeeld²⁵⁸⁹. Ook moet, indien een gekwalificeerde belegger niet langer voldoet aan de voorwaarden, hij of zij de CBFA daarvan onmiddellijk op de hoogte brengen²⁵⁹⁰. Overigens kan de gekwalificeerde belegger ook zelf op elk ogenblik verzoeken eruit te worden weggelaten²⁵⁹¹. De CBFA maakt het register van de rechtspersonen die zijn ingeschreven als gekwalificeerde belegger “openbaar” op haar website²⁵⁹². Zo kan elkeen op de website http://cbfa.be/nl/oa/ug/reg/html/reg1_li.asp de namen van de gekwalificeerde beleggers die zijn ingeschreven in het register consulteren. Het koninklijk besluit van 26 september 2006 stelt evenwel dat: “[d]e inlichtingen die worden verkregen door het [...] register te raadplegen, mogen enkel worden gebruikt voor de identificatie van de beleggers die als

²⁵⁸¹ Zie art. 10, §2 Prospectuswet.

²⁵⁸² B.S. 10 oktober 2006.

²⁵⁸³ De uitbreiding van het begrip “gekwalificeerde belegger” (van de Prospectuswet) werd bovendien gekoppeld aan de uitbreiding van het begrip “institutionele of professionele belegger” (van de wet van 20 juli 2004). Een verzoek om te worden erkend als gekwalificeerde belegger geldt overigens van rechtswege als een verzoek om te worden erkend als institutionele of professionele belegger, en omgekeerd (zie art. 4, §1 K.B. 26 september 2006 alsook CBFA, *Mededeling CBFA – Uitbreiding van de begrippen ‘gekwalificeerde beleggers’ en ‘institutionele of professionele beleggers’*, 10 oktober 2006 (5 p.), 1).

²⁵⁸⁴ Art. 2 K.B. 26 september 2006.

²⁵⁸⁵ CBFA, *Mededeling CBFA – Uitbreiding van de begrippen ‘gekwalificeerde beleggers’ en ‘institutionele of professionele beleggers’*, 10 oktober 2006 (2 p.), 2. Dit standaardformulier komt dan toe bij de CBFA op voormeld e-mailadres, zodat automatisch voldaan is aan het vereiste om het verzoek elektronisch aan de CBFA te richten. Om veiligheidsredenen wordt vervolgens gevraagd om het aldus ingevulde on line formulier uit te printen en te ondertekenen en in bijlage te voegen aan de brief aan de CBFA.

²⁵⁸⁶ Deze is beschikbaar is op de website http://cbfa.be/nl/oa/ug/reg/html/reg_form.asp.

²⁵⁸⁷ Bovendien kan de CBFA zich “alle inlichtingen doen verstrekken die zij nodig acht om het verzoek te kunnen inwilligen” (zie art. 4, §4 K.B. 26 september 2006).

²⁵⁸⁸ Art. 5 K.B. 26 september 2006.

²⁵⁸⁹ Art. 6 K.B. 26 september 2006.

²⁵⁹⁰ Art. 7 K.B. 26 september 2006. Ook kan, indien de CBFA zelf vaststelt dat een rechtspersoon niet langer voldoet aan de voorwaarden, zij de inschrijving van deze rechtspersoon uit het register zelf schrappen (art. 8 K.B. 26 september 2006).

²⁵⁹¹ Art. 8 K.B. 26 september 2006.

²⁵⁹² Art. 10 K.B. 26 september 2006.

gekwalficeerde belegger [...] zijn erkend voor de toepassing van de wet van 16 juni 2006 [...]”²⁵⁹³.

664. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Ook de Nederlandse wetgever heeft gebruik gemaakt van deze optie. Zo bepaalt de Wet Financieel Toezicht dat als gekwalficeerde belegger zal worden aangemerkt : elke “rechtspersoon of vennootschap met zetel in Nederland die [...] wordt aangemerkt als kleine onderneming; en [...] op eigen verzoek door de Autoriteit Financiële Markten als gekwalficeerde belegger is geregistreerd”²⁵⁹⁴. Net zoals de Belgische wetgever heeft ook de Nederlandse wetgever uitdrukkelijk voorzien in een wederzijdse erkenning. Ook de in een “andere lidstaat als gekwalficeerde belegger aangemerkte kleine onderneming als bedoeld in artikel 2, eerste lid, onderdeel e, onder iv onderscheidenlijk v, van de richtlijn prospectus” zal in Nederland als een gekwalficeerde belegger gelden²⁵⁹⁵. Meer gedetailleerde bepalingen inzake de registratie staan verder in de wet bepaald, met name in art. 1:109 Wet Financieel Toezicht. In tegenstelling tot wat in België het geval is, is deze lijst niet openbaar. De Wet Financieel Toezicht voorziet met name in een beperkt inzage-recht : beheerders, beleggingsinstellingen, uitgevende instellingen, degenen die werkzaamheden verrichten als bedoeld in artikel 4:3.1 Wet Financieel Toezicht²⁵⁹⁶ en “degenen die voornemens zijn in de uitoefening van een bedrijf opvorderbare gelden aan te trekken of ter beschikking te stellen” worden door de AFM, op hun verzoek en tegen betaling van ten hoogste de kost, inzage verleend in het register of een afschrift verstrekt uit het register²⁵⁹⁷. De AFM is tevens bevoegd voor de doorhaling in het register van een inschrijving, indien een ingeschrevene, rechtsopvolger of erfgenaam daarvan, daarom verzoekt²⁵⁹⁸. Bovendien kan “[m]et het oog op de adequate werking van de financiële markten” de AFM op eigen beweging een inschrijving in het register doorhalen²⁵⁹⁹. De website van de AFM bevat nadere gegevens omtrent hoe de AFM haar rol invult. In het bijzonder wordt de *passiviteit* benadrukt²⁶⁰⁰ : “[d]e AFM neemt uitsluitend kennis van de verklaring van het verzoek om inschrijving in het register en toetst niet of de verzoeker om registerinschrijving inderdaad voldoet aan de eisen welke artikel 4 lid 2 Besluit Definitiebepalingen hieraan stelt”²⁶⁰¹. Daaruit volgt een uitsluiting van elke aansprakelijkheid : “[d]e AFM kan er dan ook niet voor instaan dat de in het register opgenomen natuurlijke- en rechtspersonen en vennootschappen inderdaad aan deze eisen voldoen noch dat zij te allen tijde zullen blijven voldoen aan hiervoor genoemde criteria. Het is uitsluitend de verantwoordelijkheid van deze natuurlijke- of rechtspersonen, of vennootschappen zelf dat zij de AFM verzoeken tot uitschrijving op het moment dat niet meer wordt voldaan aan genoemde criteria”²⁶⁰². Een onderneming die aan de criteria voldoet, kan

²⁵⁹³ Idem. Zie tevens CBFA, *Mededeling CBFA – Uitbreiding van de begrippen ‘gekwalficeerde beleggers’ en ‘institutionele of professionele beleggers’*, 10 oktober 2006 (2 p.), 5.

²⁵⁹⁴ Art. 1:1.d Wet financieel toezicht. Zie tevens art. 4.1 Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Besluit definitiebepalingen Wft), *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*, Jaargang 2006, 505. Zie tevens M.T.G. SCHOONEWILLE, “Professionele marktpartijen en gekwalficeerde beleggers – Een slag apart”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72, 74-75.

²⁵⁹⁵ Art. 1:1.g Wet financieel toezicht.

²⁵⁹⁶ Art. 4:3. 1 Wet Financieel Toezicht : “Het is verboden in Nederland of vanuit Nederland in een andere lidstaat als dienst van de informatiemaatschappij als bedoeld in artikel 15d, derde lid, van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in de uitoefening van een beroep of bedrijf als tussenpersoon werkzaamheden te verrichten ten behoeve van het buiten besloten kring aantrekken of ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen”.

²⁵⁹⁷ Art. 1:109.2 Wet Financieel Toezicht.

²⁵⁹⁸ Art. 1:109.3 Wet Financieel Toezicht.

²⁵⁹⁹ Art. 1:109.4 Wet Financieel Toezicht.

²⁶⁰⁰ Cf. C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 48 (voetnoot 176).

²⁶⁰¹ AFM, Register van gekwalficeerde beleggers als bedoeld in artikel 1:109 Wft (www.afm.nl/marktpartijen/default.aspx?DocumentId=7770). Zie tevens, zij het in de context van de voormalige Vrijstellingsregeling Wte 1995, H. TUINSTRAS, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44, op 48.

²⁶⁰² Idem. Zie tevens : “De AFM aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van de volledigheid en juistheid van het register. Hierbij zij verwezen naar hetgeen in de Toelichting bij genoemde wet- en regelgeving is bepaald ten aanzien van de taken en bevoegdheden van de AFM inzake het register”.

zich laten registreren door het op de website beschikbare formulier “met pen in te vullen alsmede te ondertekenen” en, vergezeld van een kopie van een geldig legitimatiebewijs en uittreksel inschrijving Kamer van Koophandel toe te zenden aan de AFM²⁶⁰³. Het formulier wordt weergegeven in Bijlage 2. Het is in wezen een verklaring van de onderneming dat deze voldoet aan de criteria en als gekwalificeerde belegger wenst te worden beschouwd. Het is interessant de bijkomende verklaringen (zie “[...] en dat de Aanvrager zich ervan bewust is dat [...]”) nader onder de loep te nemen. Ten eerste verklaart de onderneming, door ondertekening van het formulier, zich ervan bewust te zijn dat de opname in het register ertoe leidt dat de onderneming effecten kan verwerven in het kader van aanbiedingen van effecten die zijn vrijgesteld van prospectusplicht. Ten tweede wordt de onderneming geïnformeerd van het recht “te allen tijde van haar status van gekwalificeerde belegger” te kunnen afzien. De onderneming dient de AFM daarvan dan op de hoogte te stellen. De inschrijving, alsook alle wijzigingen, kunnen echter “enige tijd” vergen om in het register verwerkt te worden. Ten derde moet, indien haar zetel verplaatst wordt naar een andere (lid)staat, of indien de criteria niet meer zijn vervuld, zij “onmiddellijk de AFM hiervan op de hoogte [...] stellen teneinde te bewerkstelligen dat zijn of haar naam uit het register zal worden verwijderd”. Tot hier zijn dat duidelijke en logische gevolgtrekkingen, inherent aan het systeem van registratie zoals het voorzien is door de Prospectusrichtlijn. Maar de verklaring gaat een eind verder. Ten vierde moet de onderneming ervan bewust zijn dat indien zij is ingeschreven in het register “terwijl zij niet of niet meer voldoet aan de eisen verbonden aan de registerinschrijving, aanbieders van effecten er, ten onrechte, van uit kunnen gaan” dat zij een gekwalificeerde onderneming is en dat “dit kan leiden tot een aansprakelijkheidstelling van de [onderneming] voor door derden ten gevolge van deze onterechte inschrijving geleden schade”. Men kan zich vragen stellen bij het nut van dergelijke aansprakelijkheidsverklaring. Immers, *elke* onderneming met zetel in Nederland zal ofwel een “kleine onderneming” zijn (in welk geval zij kan opteren voor het gekwalificeerde beleggersregime), ofwel geen “kleine onderneming” zijn (in welk geval zij een grote onderneming zal zijn en automatisch het gekwalificeerde beleggersregime zal gelden). In principe zal deze aansprakelijkheidsregeling vooral relevant zijn mocht een onderneming haar zetel verplaatsen naar een lidstaat, die geen gebruik heeft gemaakt van de optie. De vraag rijst dan waarom de verklaring in dergelijke zwaarwichtige bewoordingen is opgesteld. De mogelijke ondertekenaars van de verklaring zijn per definitie immers kleine en middelgrote ondernemingen, die niet noodzakelijk over de juridische expertise beschikken om deze verklaring naar haar praktische waarde in te schatten. Ten slotte bevat de verklaring een waarschuwing dat “de naam van de Aanvrager, haar status van gekwalificeerde belegger en haar registratienummer bij de AFM openbaar kunnen worden gemaakt door marktpartijen, ook indien deze marktpartijen jegens de AFM dan wel jegens Aanvrager hebben verklaard de gegevens uitsluitend met betrekking tot een bepaalde aanbieding te gebruiken”²⁶⁰⁴.

665. DE OMZETTING IN NEDERLAND (II). Daarnaast heeft de Nederlandse wetgever het probleem van een gebrek van Europees paspoort van het gekwalificeerde beleggersbegrip onder ogen gezien (zie hierboven, 3.3.1.), zij het enkel met betrekking tot de optionele categorieën van gekwalificeerde beleggers. De Wft bepaalt om die reden dat ook als gekwalificeerde belegger zal worden beschouwd : een “in een andere lidstaat als gekwalificeerde belegger aangemerkte natuurlijke persoon of onderneming als bedoeld in artikel 2, eerste lid, onderdeel e, onder iv onderscheidenlijk v, van de richtlijn prospectus”²⁶⁰⁵. GRUNDMANN-VAN DE KROL stelt daaromtrent dat “[d]e vraag is waarom ook in een andere lidstaat gevestigde natuurlijke personen of ondernemingen die zich op eigen verzoek in hun vestigingsland als gekwalificeerde belegger hebben laten inschrijven onder de definitie vallen”²⁶⁰⁶.

²⁶⁰³ Idem.

²⁶⁰⁴ De onderneming mag in dergelijk geval de AFM niet aansprakelijk stellen voor eventueel hierdoor ontstane schade of inbreuk op bescherming van de persoonsgegevens.

²⁶⁰⁵ Art. 1.1.g Wft.

²⁶⁰⁶ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 49. De auteur stelt in dat opzicht : “Het begrip ‘gekwalificeerde belegger’ is immers, zoals al opgemerkt, alleen relevant voor aanbiedingen in Nederland van effecten [...]”.

O.i. moet het antwoord op deze vraag gezocht worden bij het tweerichtingsverkeer van de financiële intermediatie : een efficiënte financiële intermediatie moet het niet alleen toelaten aan uitgevende instellingen om zo efficiënt mogelijk het aanbod van kapitaal te bespelen, maar ook moet het omgekeerde waar zijn : een belegger die een gekwalificeerde belegger is in zijn lidstaat van herkomst en die actief op zoek gaat naar investeringsmogelijkheden in andere lidstaten moet de zekerheid hebben dat hij ook in deze andere lidstaten zal gelden als gekwalificeerde belegger. We verwijzen voor wat betreft naar de toetsing aan de harmonisatietest in 3.3.1. Terecht stelt GRUNDMANN-VAN DE KROL evenwel de gebrekkige en onlogische rechtvaardiging die door de Nederlandse wetgever is gegeven in vraag²⁶⁰⁷.

666. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Ook de Franse wetgever heeft van de optie gebruik gemaakt. Art. D. 411-1.II *code monétaire et financier* bepaalt dat kleine en middelgrote ondernemingen ook als gekwalificeerde belegger zullen worden beschouwd indien ze voor eigen rekening (pour compte propre) handelen en dit vanaf de dag van ontvangst van de bevestiging dat ze ingeschreven zijn in het daartoe bestemd register²⁶⁰⁸. Anders dan in de Prospectusrichtlijn – maar o.i. niet strijdig ermee – preciseert de Franse wet bovendien wie de bevoegdheid heeft om de beslissing te nemen om zichzelf als zodanig te doen inschrijven²⁶⁰⁹. Het zijn bovendien de ondernemingen zelf die ervoor verantwoordelijk zijn dat de voorwaarden inderdaad voldaan zijn²⁶¹⁰. Eenmaal zij ingeschreven zijn, kunnen zij op elk ogenblik verzaken aan hun hoedanigheid als gekwalificeerde belegger en verzoeken geschrapt te worden uit het register²⁶¹¹. Het *règlement général* bevat bovendien de modaliteiten aangaande de inschrijving in het register²⁶¹². Belangrijk daarbij is dat, in tegenstelling tot de Belgische en de Nederlandse wetgeving, het register niet voor derden beschikbaar is²⁶¹³. De inschrijving is verder relatief eenvoudig geregeld : de verzoeker dient het formulier dat beschikbaar is op de website van de AMF²⁶¹⁴ in te vullen, en samen met een bewijs dat deze aanvraag wordt gedaan namens de onderneming in kwestie, toe te sturen aan de AMF²⁶¹⁵. Deze laatste zal een bevestiging geven dat de onderneming als gekwalificeerde belegger is

²⁶⁰⁷ Zo wordt in de Toelichting bij het Besluit definitiebepalingen Wft gesteld dat : “Het beginsel van wederzijdse erkenning dient er onder meer toe te waarborgen dat kleine ondernemingen met zetel in een andere lidstaat die door de toezichhoudende instantie van die lidstaat worden aangemerkt als gekwalificeerde belegger in Nederland automatisch als gekwalificeerde belegger worden aangemerkt. Zij moeten daartoe niet alsnog een verzoek hoeven in te dienen bij de AFM. *Wederzijdse erkenning betekent echter ook dat bedoelde natuurlijke personen en ondernemingen uit een andere lidstaat alleen in Nederland worden aangemerkt als gekwalificeerde belegger indien zo een zelfde Nederlandse gekwalificeerde belegger ook in die andere lidstaat als zodanig wordt aangemerkt. Om een gunstig vestigingsklimaat in Nederland te behouden is in de definitie van gekwalificeerde belegger in artikel 1:1 van de wet de beslissing of in Nederland bedoelde ondernemingen en natuurlijke personen uit andere lidstaten als gekwalificeerde belegger worden aangemerkt, niet afhankelijk gesteld van de houding van andere lidstaten tegenover soortgelijke Nederlandse gekwalificeerde beleggers*”. Zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 50.

²⁶⁰⁸ Art. D. 411-1.II *Code monétaire et financier* : “Ont également la qualité d'investisseurs qualifiés, lorsqu'ils agissent pour compte propre et à partir du jour de réception de l'accusé de réception attestant de leur inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 : 1° Les entités qui remplissent au moins deux des trois critères suivants : effectifs annuels moyens inférieurs à 250 personnes ; total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ; chiffre d'affaires ou montant des recettes inférieur à 50 millions d'euros. Ces critères sont appréciés au vu des derniers comptes consolidés ou, à défaut, des comptes sociaux, tels que publiés et, le cas échéant, certifiés par les commissaires aux comptes”.

²⁶⁰⁹ Art. D. 411-1.II, *in fine Code monétaire et financier* “La décision d'inscription sur le fichier mentionné à l'article D. 411-3 est prise, selon le cas, par le conseil d'administration, par le directoire, par le ou les gérants, ou par l'organe de gestion de l'entité”.

²⁶¹⁰ Art. D. 411-3 *Code monétaire et financier*.

²⁶¹¹ Art. D. 411-3 *Code monétaire et financier*.

²⁶¹² Zie art. 211-2-1 *Règlement général* (ingevoegd via het *arrêté du 18 septembre 2006, Journal officiel*, 28 september 2006).

²⁶¹³ Idem, *in fine* (“Le fichier n'est pas consultable par les tiers”).

²⁶¹⁴ AMF, Formulaire Type d'Inscription sur le Fichier, september 2006 (www.amf-france.org/affiche.asp?id=7338).

²⁶¹⁵ Art. 211-2-1 *Règlement général* : “Toute [...] entité [...] qui sollicite son inscription [...] remplit et adresse à l'AMF le formulaire disponible sur son site accompagné [...] de l'attestation de son inscription professionnelle. L'AMF adresse à cette personne ou entité un accusé de réception attestant de son inscription dans le fichier”.

ingeschreven²⁶¹⁶. Vanaf dat ogenblik moet de onderneming worden beschouwd als een gekwalificeerde belegger²⁶¹⁷. Indien deze onderneming wil verzaken aan dit statuut, dient eveneens een formulier te worden toegestuurd aan de AMF; ook dit formulier is beschikbaar op de website van de AMF²⁶¹⁸; de onderneming is geen gekwalificeerde belegger meer vanaf de ontvangst van de bevestiging hiervan door de AMF²⁶¹⁹. Op 28 september 2006 werden de formulieren op de website van de AMF gepubliceerd. Het inschrijvingsformulier wordt hierna weergegeven. Vergeleken met het Nederlandse formulier blijkt een geheel andere opvatting omtrent de waarschuwingen die gegeven moeten worden aan de ondernemingen in kwestie. Het betreft hier een “eenvoudige” verklaring, die door de onderneming gedaan wordt, onder haar verantwoordelijkheid (het formulier wordt eveneens opgenomen in Bijlage 2).

667. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Ook het Verenigd Koninkrijk heeft gebruik gemaakt van de optie. Luidens section 86(7)(b) *Financial Services And Markets Act 2000* zal elke “belegger die geregistreerd is op het register dat wordt bijgehouden door de FSA op grond van Section 87R” als een gekwalificeerd belegger worden beschouwd²⁶²⁰. Daarnaast zal elke belegger die door een andere E.E.R. lidstaat als gekwalificeerd belegger wordt beschouwd ook als zodanig door het Verenigd Koninkrijk moeten worden aangemerkt²⁶²¹. De modaliteiten inzake dit register zijn opgenomen in Section 87R *Financial Services And Markets Act 2000*. Wat opvalt, is dat de Engelse wetgever ook hier rechtstreeks naar de Prospectusrichtlijn blijft verwijzen. Een vennootschap mag met name niet worden ingeschreven in het register²⁶²² tenzij (i) het een “kleine en middelgrote onderneming is in de zin van art. 2.1 Prospectusrichtlijn”²⁶²³ en de zetel (registered office) gesitueerd is in het Verenigd Koninkrijk²⁶²⁴. Aan deze wettelijke bepalingen is verder uitvoering gegeven in de *Prospectus Rules*. Section 5.4.2 van de *Prospectus Rules* bepaalt met name de procedure om te worden ingeschreven in het register. De aanvraag moet gericht worden aan de FSA en moet schriftelijk gebeuren, en dit volgens het *Form B* model²⁶²⁵. De onderneming moet aanduiden aan welke van de criteria voldaan is om, conform de Prospectusrichtlijn, te kunnen worden beschouwd als gekwalificeerde belegger. De FSA zal trachten om de onderneming binnen de drie werkdagen na de indiening van het verzoek van haar beslissing op de hoogte te stellen, en desgevallend het certificaat van registratie opmaken²⁶²⁶. Anders dan in de Belgische, Nederlandse of Franse wet, heeft de registratie een bepaalde duur. De registratie zal geldig zijn van 1 juli (of een latere datum indien de registratie later gebeurt) tot 30 juni van elk jaar²⁶²⁷. De hernieuwing gebeurt daarenboven niet automatisch : een onderneming die geregistreerd wenst te blijven zal haar registratie elk jaar moeten hernieuwen via Form B²⁶²⁸. Indien de onderneming

²⁶¹⁶ Idem.

²⁶¹⁷ Idem.

²⁶¹⁸ Idem; AMF, Formulaire Type de Radiation du Fichier, september 2006 (www.amf-france.org/affiche.asp?id=7339).

²⁶¹⁹ Idem.

²⁶²⁰ Section 86(7)(b) *Financial Markets Act 2000* : “an investor registered on the register maintained by the [FSA] under section 87R”. Zie tevens section 5.4.1 *Prospectus Rules*.

²⁶²¹ Section 86(7)(c) *Financial Markets Act 2000* : “an investor authorised by an EEA State other than the United Kingdom to be considered as a qualified investor for the purposes of the prospectus directive”. Zie tevens section 5.4.1 *Prospectus Rules*.

²⁶²² Section 87R (4) *Financial Markets Act 2000* : “A person who does not fall within subsection (2) or (3) may not be entered in the register”. Zie tevens de formulering van Section 87R (3) *Financial Markets Act 2000* (“A company may not be entered in the register unless [...]”).

²⁶²³ Section 87R (3)(a) *Financial Markets Act 2000* : “A company may not be entered in the register unless [...] it falls within the meaning of “small and medium-sized enterprises” in Article 2.1 of the prospectus directive”.

²⁶²⁴ Section 87R (3)(b) *Financial Markets Act 2000*.

²⁶²⁵ Section 5.4.2(2) *Prospectus Rules*

²⁶²⁶ Section 5.4.3 *Prospectus Rules* : “The FSA will try to inform the applicant of its decision and (if appropriate) issue a certificate of registration within three working days after it receives the application”. Zie tevens *Form B* : “You will be sent a letter confirming that you have been placed on the QIR once we have processed your application” (op 1).

²⁶²⁷ Section 5.4.4 *Prospectus Rules* : “Registration will be valid from July 1 (or such later date as registration occurs) until 30 June each year”. Zie tevens *Form B* : “The information held on this register will be deemed to expire on 30 June of each year” (op 1).

²⁶²⁸ Section 5.4.5 *Prospectus Rules* : “An individual or small and medium-sized enterprise wishing to remain on the register must apply in

wenst dat haar registratie geschrapt wordt, dient zij daartoe een schriftelijk verzoek aan de FSA te richten²⁶²⁹. Opnieuw zal de FSA trachten binnen de drie werkdagen het nodige te doen²⁶³⁰. Ook zal binnen de drie werkdagen na haar verzoek de onderneming geïnformeerd worden dat zij uit het register geschrapt wordt²⁶³¹. Ten slotte – net zoals in de Belgische, Nederlandse of Franse wet – blijft de toezichthoudende overheid grotendeels passief. Het komt met name aan de onderneming zelf toe om actief de FSA te notificeren mocht de in *Form B* gegeven informatie wijzigen²⁶³². Indien de onderneming twijfelt of aan de criteria voldaan is, raadt de FSA aan om voorafgaand advies in te winnen²⁶³³. Niettemin lijken een aantal bepalingen van de standaardformulieren te suggereren dat de FSA toch een “soort” initiële controle zal uitvoeren (deze formulieren zijn opgenomen in Bijlage 2)²⁶³⁴. Ook de regels inzake toegang tot het register verschillen van de andere lidstaten. Section 5.4.8 *Prospectus Rules* bepaalt dat een uitgevende instelling of een aanbieder van effecten die toegang tot het register wenst te verkrijgen, de FSA daartoe een verzoek moet richten, en dit tenminste drie werkdagen voordien²⁶³⁵. Voor een dergelijk verzoek bestaat een afzonderlijk model, *Form C*. Op het ogenblik dat het verzoek tot de FSA gericht wordt, moet ook de relevante vergoeding aan de FSA betaald worden²⁶³⁶. De *Prospectus Rules* bevatten ook een aantal regels die het gebruik nadien van de informatie van het register beperken. Zo komt het aan de uitgevende instelling of de aanbieder van effecten toe om te verzekeren dat de informatie van het register niet zal gebruikt worden (door haarzelf of enige volmachtdrager) tenzij om vast te stellen dat de belegger een gekwalificeerd belegger is, of om een aanbieding aan de gekwalificeerde belegger te doen²⁶³⁷. De uitgevende instelling of de aanbieder van effecten moeten daarom ook verklaren dat zij deze informatie veilig bewaren en niet zullen bekendmaken aan enige andere personen (andere dan de gekwalificeerde belegger zelf of aan een persoon die inzake de aanbieding voor rekening van de gekwalificeerde belegger handelt)²⁶³⁸. Daarnaast zal ook niet alle informatie die de FSA over de onderneming heeft, in het register beschikbaar worden

accordance with PR 5.4.2 R to renew their registration each year”.

²⁶²⁹ Section 5.4.6 *Prospectus Rules*.

²⁶³⁰ Section 5.4.7 *Prospectus Rules*.

²⁶³¹ *Idem*.

²⁶³² Cf. *Form B*: “I/we understand that the information given above will remain on the Qualified Investor Register unchanged until 30 June unless I request it to be changed or removed before that date” (op 2).

²⁶³³ Cf. *Form B*: “If you are unsure whether you meet the criteria to become a Qualified Investor we recommend that you seek advice before proceeding with this application” (op 3).

²⁶³⁴ Cf. *Form B*: “For FSA use. Application logged QIR Number: Information checked Register updated Application closed” (op 3; eigen cursivering). Cf. *Form C*: “Persons whose names appear on the QIR have certified that they meet the criteria to qualify as Qualified Investors under the Prospectus Directive. Individuals can remove themselves from the QIR at any time and the FSA is only responsible for the accuracy of the QIR at the time it is sent out. If an investor removes themselves from the register within 31 days of you receiving a copy the FSA will send you another copy” (op 1; eigen cursivering). Dat laatste lijkt te impliceren dat, zelfs indien de FSA geen initiële inhoudelijke controle doet, de passiviteit van de FSA toch in zekere mate beperkt is: zo blijkt volgens deze bepaling de FSA bij een wijziging van de informatie in het register retro-actief te moeten nagaan welke uitgevende instellingen of welke aanbieders deze informatie hebben geconsulteerd.

²⁶³⁵ Section 5.4.8 *Prospectus Rules*.

²⁶³⁶ Section 5.4.9 *Prospectus Rules*.

²⁶³⁷ Section 5.4.10 *Prospectus Rules*. Cf. *Form C*: “It is not to be used for any purpose other than determining whether an investor is a Qualified Investor, and making an offer of securities to the Qualified Investor, in connection with an offer of securities to the public by you” (op 1). Cf. tevens *Form B* waarin de onderneming de volgende verklaring ondertekent: “I/we consent that the information may be: 1) disclosed by the FSA to an issuer or offeror that applies to view the register; and 2) used by the issuer or offeror (or an agent of the issuer or offeror) for the purposes of: (a) determining whether I am/we are a Qualified Investor; or (b) making an offer of securities to me/us, in connection with an offer of securities to the public by the issuer or offeror” (op 2).

²⁶³⁸ Section 5.4.11 *Prospectus Rules*. De FSA benadrukte vervolgens dat: “Information obtained from the register is confidential information under section 348 of the Act. Therefore a recipient of the information is also likely to be subject to the restrictions on disclosure of confidential information set out in that section. Use of the information for any purpose other than that referred to in PR 5.4.10 R or disclosure to any other person may result in a breach of section 348 (contravention of which is punishable by a fine or imprisonment or both)”. Cf. tevens *Form C*: “You must also ensure that the information is kept secure and not disclosed by you or your agent to any other person” (op 1).

gesteld. Zo bijvoorbeeld zal het emailadres van de contactpersoon niet worden meegedeeld²⁶³⁹.

668. DE OMZETTING IN DUITSLAND. Ten slotte heeft ook de Duitse wetgever gebruik gemaakt van deze optie voorzien in de Prospectusrichtlijn. De *Wertpapierprospektgesetz* bepaalt met name dat kleine of middelgrote ondernemingen met zetel in Duitsland als gekwalificeerde belegger moeten worden aangemerkt *indien de voorwaarden van Abschnitt 7, §27 Wertpapierprospektgesetz* zijn vervuld en zij in het register zijn ingeschreven²⁶⁴⁰. Daarnaast zullen ook de kleine of middelgrote ondernemingen met zetel in een andere E.E.R. lidstaat als gekwalificeerde belegger moeten worden aangemerkt *indien zij in die lidstaat in een “gelijkwaardig” register zijn ingeschreven*²⁶⁴¹; overeenkomstig een mandaat dat aan het BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN werd gegeven (zie verder hieronder), kan het Ministerie (of desgevallend de BaFin) nadere regels bepalen omtrent de “gelijkwaardigheid” van dergelijke registers²⁶⁴². Abschnitt 7, §27 *Wertpapierprospektgesetz* bepaalt dat, indien zij daartoe verzoeken en indien zij een kleine en middelgrote onderneming zijn in de zin van Abschnitt 1, §2, nr. 7 *Wertpapierprospektgesetz*, deze ondernemingen kunnen worden geregistreerd als gekwalificeerde belegger²⁶⁴³. Net als in de Engelse omzettingwet – maar anders dan de Belgische, Franse of Nederlandse wet – is deze registratie tijdelijk : zij is namelijk geldig voor de duur van één jaar²⁶⁴⁴. De geldigheidsduur van de registratie wordt evenwel verlengd indien vóór afloop van de geldigheid, om een verlenging wordt verzocht, én opnieuw bewezen wordt dat de voorwaarden vervuld zijn²⁶⁴⁵. Echter, indien zulk verzoek niet gedaan wordt tenminste twee weken voor afloop van de geldigheid van de inschrijving, zal de onderneming automatisch geschrapt worden van de lijst²⁶⁴⁶. De geregistreerde ondernemingen kunnen bovendien op elk ogenblik de schrapping van hun inschrijving vragen. De schrapping zal in dat geval ingaan binnen twee weken nadat deze aanvraag is gedaan²⁶⁴⁷. De *Wertpapierprospektgesetz* voorziet bovendien in een inzagerecht voor uitgevende instellingen indien deze op geloofbare wijze aantoont dat deze inzage bevorderlijk is om te waarborgen dat de aanbieding beperkt wordt tot enkel gekwalificeerde beleggers²⁶⁴⁸. Hiermee onderscheidt de Duitse wetgever zich van de andere onderzochte jurisdicties. Zoals hierboven aangegeven, bestaat onder de Engelse en de Nederlandse wetgever voor bepaalde personen een inzagerecht, met beperkingen op het gebruik van de bekomen informatie, maar zonder dat vooraf moet worden aangetoond waarom de inzage wenselijk of noodzakelijk is. De vraag rijst uiteraard hoe een uitgevende instelling dit zal kunnen aantonen. Op 26 juli 2006 werd door de BaFin in dat verband de ontwerp *Anlegerregister-Verordnung* of *AregV*

²⁶³⁹ Dit blijkt niet uit de *Prospectus Rules*, maar wel uit *Form B* (“Contact email address: [...] This address will be stored by the FSA but not included in the copy of the register sent out. It will be used to only by the

FSA to contact you regarding the QIR” (op 1)).

²⁶⁴⁰ Abschnitt 1.2.6.d *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁶⁴¹ Abschnitt 1.2.6.d, *in fine Wertpapierprospektgesetz*.

²⁶⁴² Abschnitt 7, §27(5).3 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁶⁴³ Abschnitt 7, §27(2) *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁶⁴⁴ Idem : “[...] für die Dauer eines Jahres [...]”.

²⁶⁴⁵ Abschnitt 7, §27(3) *Wertpapierprospektgesetz* : “Die Eintragung verlängert sich jeweils um ein Jahr, wenn vor Ablauf des Jahres die Verlängerung beantragt und nachgewiesen wird, dass die Voraussetzungen für die Eintragung nach Absatz 2 Satz 1 oder Satz 2 weiterhin vorliegen”.

²⁶⁴⁶ Abschnitt 3, §6 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “Die Eintragung verlängert sich jeweils um ein Jahr, wenn der Bundesanstalt spätestens zwei Wochen vor Ablauf des Zeitraums nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 ein Antrag des Anlegers auf Verlängerung zugeht. [...]”. Cf. tevens Abschnitt 3, §7 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “Die Bundesanstalt wird nach Ablauf des Zeitraums von einem Jahr nach Eintragung die Daten im Anlegerregister löschen. Dies gilt nicht, wenn sie auf Antrag des Anlegers nach § 6 die Eintragung verlängert”.

²⁶⁴⁷ Abschnitt 7, §27(3) *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁶⁴⁸ Abschnitt 7, §27(4) *Wertpapierprospektgesetz* : “Das Register darf von einem Emittenten eingesehen werden, wenn dieser glaubhaft macht, dass die Einsichtnahme erforderlich ist, um sicherzustellen, dass das Angebot nur dem in § 3 Abs. 2 Nr. 1 genannten Personenkreis unterbreitet wird”. Cf. tevens Abschnitt 3, §8 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “In das Anlegerregister erhält ein Emittent auf Antrag nach Maßgabe der folgenden Bestimmungen Einsicht, wenn er glaubhaft macht, dass die Einsichtnahme erforderlich ist, um sicherzustellen, dass das Angebot nur qualifizierten Anlegern unterbreitet wird”.

voorgesteld²⁶⁴⁹. Tevens werd een consultatie geopend²⁶⁵⁰. Deze (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* bepaalt in dit opzicht : “Der Emittent hat glaubhaft zu machen, dass die Einsichtnahme erforderlich ist, um sicherzustellen, dass das Angebot nur dem in § 3 Abs. 2 Nr. 1 des Wertpapierprospektgesetzes genannten Personenkreis unterbreitet wird. *Dem Antrag ist insbesondere eine Beschreibung von Art und Umfang des Angebots beizufügen*” (eigen cursivering)²⁶⁵¹. Dat toont meteen ook de moeilijkheid van zulke regeling : op het ogenblik dat een uitgevende instelling wenst te controleren of een onderneming zal gelden als gekwalificeerde belegger, is wellicht de wijze en omvang van de aanbieding nog niet duidelijk²⁶⁵². Bovendien lijkt dit moeilijk verwezenlijkbaar voor uitgevende instellingen die op regelmatige wijze aanbiedingen doen (zoals kredietinstellingen) of alleszins bijkomende kosten te genereren²⁶⁵³. Het BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN is voorts gemandateerd – dat op zijn beurt het mandaat kan overdragen aan de BaFin – om verdere maatregelen te nemen voor de bescherming van de (persoons)gegevens die in het register zijn opgenomen²⁶⁵⁴. Abschnitt 2, §2 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* bepaalt welke gegevens de onderneming in kwestie dient te verschaffen bij de aanvraag (met name de benaming van de onderneming, de datum, enz.)²⁶⁵⁵; opnieuw dient de onderneming te

²⁶⁴⁹ BaFin, *Entwurf einer Verordnung über das Register für qualifizierte Anleger nach § 27 Abs. 5 des Wertpapierprospektgesetzes (Anlegerregister-Verordnung – AregV)*, www.bafin.de/konsultationen/060726_entwurf.pdf. Zie tevens BaFin, *Konsultation 3/2006 – Entwurf einer Begründung*, www.bafin.de/konsultationen/060726_anl.pdf.

²⁶⁵⁰ BaFin, *Konsultation 3/2006*.

²⁶⁵¹ Abschnitt 3, §9(2) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung*.

²⁶⁵² Zie tevens BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN (BVK), “Stellungnahme”, ongedateerd (3 p.), 3 : “Nach den strengen Regeln der Zivilprozessordnung ist Mittel der Glaubhaftmachung insbesondere die eidesstattliche Versicherung (vgl. § 294 ZPO). Diese vorliegend als notwendiges Mittel der Glaubhaftmachung zu verlangen, würde aus Sicht des BVK zu weit gehen. An die Folgen einer auch nur fahrlässig falschen eidestattlichen Versicherung sind besondere rechtliche Sanktionen geknüpft, die z.B. aufgrund der rechtlichen Folgen eines vollstreckbaren Titels im einstweiligen Rechtsschutz im Rahmen der Zivilprozessordnung auch sinnvoll sind. Für die bloße Einsichtnahme in ein Register zur Erleichterung der Prospektspflicht sollte und kann nach dem Sinn und Zweck der Regelung allein ausreichend sein, dass der Grund für die Einsichtnahme zur Glaubhaftmachung im Sinne des WpPG schlüssig dargelegt wird. § 8 AregV-E sollte daher zur Präzisierung des Begriffes Glaubhaftmachung entsprechend konkretisiert werden. In diesem Rahmen könnte § 12 Abs. 1 der Grundbuchordnung als Vorbild dienen. Danach reicht es aus, dass für die Einsichtnahme erforderliche „berechtigte Interesse“ gegenüber dem Grundbuchamt darzulegen. Es sollte daher zur Vermeidung von Zweifeln klargestellt werden, dass im Fall der Einsichtnahme in das Anlegerregister ein ähnlicher Grundsatz gilt”.

²⁶⁵³ Zie de opmerking van ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS, “Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum Entwurf einer Verordnung über das Register für qualifizierte Anleger nach § 27 Abs. 5 des Wertpapierprospektgesetzes”, 23 augustus 2006 (3 p.) (www.bafin.de/konsultationen/060726_zdk.pdf), 2 : “Insoweit stellen wir jedoch die Frage, ob nicht von diesen strengen Voraussetzungen, die für jede Einsichtnahme eine Beschreibung der konkreten Emission fordern, Ausnahmeregelungen für solche Emittenten geschaffen werden könnten, die über das Jahr hinweg eine Vielzahl von Emissionen begeben, wie es beispielsweise bei Kreditinstituten der Fall ist. Dem Erfordernis der konkreten Schilderung des Angebots, mit der laut Begründung vermieden werden soll, dass Anträge von Dritten gestellt werden, die üblicherweise keine Wertpapieremission planen, sondern ein anderweitiges Interesse haben, ist sicherlich in seinem Grundsatz zuzustimmen, um einen Missbrauch des Anlegerregisters zu vermeiden. Die Möglichkeit eines solchen Missbrauchs ist jedoch unserer Meinung nach nicht bei solchen Emittenten zu unterstellen, die wie Kreditinstitute einer Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unterliegen. In diesem Fall ist unseres Erachtens nach davon auszugehen, dass eine Einsichtnahme in das Aktienregister lediglich vorgenommen wird, um eine Absicherung im Hinblick auf die Adressierung der qualifizierten Anleger vorzunehmen”.

²⁶⁵⁴ Abschnitt 7, §27(5) *Wertpapierprospektgesetz* : “Das Bundesministerium der Finanzen kann zum Schutz der in dem Register gespeicherten Daten und personenbezogenen Daten durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen 1. über Inhalt und Aufbau des nach Absatz 1 bei der Bundesanstalt einzurichtenden Registers, 2. über das Verfahren zur Eintragung und der Verlängerung der Eintragung in das Register, die Nutzung der in dem Register gespeicherten Daten durch einen Emittenten und die Löschung der Daten und 3. über die Register anderer Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, die als gleichwertig im Sinne des § 2 Nr. 6 Buchstabe d und e anerkannt werden. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen”.

²⁶⁵⁵ Abschnitt 2, §2(1) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “Das Anlegerregister enthält die zum Zwecke der Bestimmung des eingetragenen Anlegers erforderlichen Daten: 1. seinen Vor- und Familiennamen oder bei juristischen Personen und anderen Unternehmen die Firma oder den Namen, 2. eine Zustellungsanschrift oder bei juristischen Personen und anderen Unternehmen die Geschäftsanschrift, 3. das Datum, an dem die Frist für die Dauer der Eintragung im Anlegerregister endet”. Zie tevens §4(1) : “Die Eintragung setzt einen schriftlichen

verklaren dat minstens twee van de drie voorwaarden zijn voldaan²⁶⁵⁶. Het komt de onderneming toe om de juistheid van deze inlichtingen te verzekeren²⁶⁵⁷. Echter, indien de BaFin *gegronde twijfel* (begründeten Zweifel) heeft aangaande de door de onderneming overgemaakte inlichtingen, kan de BaFin om een bewijs verzoeken dat de voorwaarden inderdaad vervuld zijn²⁶⁵⁸. In tegenstelling tot de andere onderzochte jurisdicties, is op heden geen verplicht model beschikbaar²⁶⁵⁹ – de aanvraag moet wel schriftelijk gebeuren²⁶⁶⁰ – echter de BaFin heeft volgens de (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* de mogelijkheid alsnog een model (amtlich vorgeschriebenem Vordruck) op te stellen en verplicht te maken²⁶⁶¹. Daarnaast bevat de (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* ook diverse bepalingen met betrekking tot het inzagerecht²⁶⁶². Opnieuw is geen vaststaand model bepaald, hoewel de BaFin ook hier de mogelijkheid heeft alsnog zulk model verplicht te maken²⁶⁶³. De (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* bepaalt ten slotte ook de kosten verbonden aan respectievelijk het verzoek te worden ingeschreven in het register (alsook de verlenging daarvan)²⁶⁶⁴ en de kosten verbonden aan het inzagerecht²⁶⁶⁵.

Antrag des Anlegers voraus, der die nachfolgenden Angaben zu enthalten hat: 1. seinen Vor- und Familiennamen oder bei juristischen Personen und anderen Unternehmen die Firma oder den Namen, 2. seine Privatanschrift und, sofern der Anleger die Eintragung unter einer von seiner Privatanschrift abweichenden Zustellungsanschrift beantragt, eine Zustellungsanschrift, oder bei juristischen Personen und anderen Unternehmen die Geschäftsanschrift sowie 3. das Datum und den Ort seiner Geburt oder bei juristischen Personen und anderen Unternehmen das zuständige Registergericht und die Registernummer, soweit das Unternehmen in ein Register eingetragen ist”.

²⁶⁵⁶ Abschnitt 3, §4(3) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “Ist der Antragsteller ein kleines oder mittleres Unternehmen, hat er zu versichern, dass er mindestens zwei der drei folgenden Kriterien erfüllt: 1. eine durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250, 2. eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Millionen Euro, 3. ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Millionen Euro”.

²⁶⁵⁷ Abschnitt 3, §3 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “Der Antragsteller hat die Richtigkeit seiner Angaben zu versichern”. Zie tevens BaFin, *Konsultation 3/2006 – Entwurf einer Begründung*, 3.

²⁶⁵⁸ Abschnitt 3, §4(4) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung*. Zie tevens BaFin, *Konsultation 3/2006 – Entwurf einer Begründung*, 4.

²⁶⁵⁹ In hun antwoord op de consultatiedocumenten, benadrukte de DASB/PIA dit te betreuen. Zie DEUTSCHER-ANLEGERSCHUTZBUND en PROTECTINVESTALLIANCE, “Stellungnahme”, ongedateerd (4 p.) (www.bafin.de/konsultationen/060726_dasb.pdf), 2 : “Neben den zur Eintragung notwendigen Angaben des Anlegers sollte das Formular jedoch auch eine Belehrung des Anlegers durch die Bundesanstalt beinhalten, die vom Anleger gesondert unterschrieben werden sollte. Inhalt dieser Belehrung sollte sein, dass der Anleger darüber informiert wird, dass eine Vielzahl von Emittenten seine Daten abrufen und ein Zeichnungsangebot unterbreiten können. Dies ist insbesondere für die Anleger von Bedeutung, die sich nur eintragen lassen, um die Wertpapiere eines bestimmten Emittenten zu zeichnen. Darüber hinaus sollte dem Anleger in Form einer Belehrung auch mitgeteilt werden, dass eine Haftung des Emittenten wegen falscher Angaben ausscheidet. Der Anleger muss sich bewusst sein, dass er sich durch die Eintragung möglichen Haftungsansprüchen, beispielsweise auf Grundlage eines Verstoßes gegen das Wertpapierprospektgesetz, gegen den Emittenten gebigt. [...] Um eine solche Belehrung sicherstellen zu können, ist jedenfalls die Erstellung eines einheitlichen Vordrucks für das Antragsformular erforderlich. Daraus ergibt sich auch, dass die Erstellung eines amtlichen Vordruckes nicht nur die Bedeutung der Verfahrensbeschleunigung, sondern auch der Belehrung der Anleger zukommt”.

²⁶⁶⁰ BaFin, *Konsultation 3/2006 – Entwurf einer Begründung*, 3 : “Zur Eintragung bedarf es eines schriftlichen Antrags des Anlegers. Durch die Übersendung es Antrags auf Eintragung dokumentiert der Anleger bereits in eindeutiger Weise seine Einwilligung zur Verwendung seiner personenbezogenen Daten für Zwecke des Anlegerregisters. Daher ist eine Einwilligung, die das strenge Schriftformerfordernis des § 126 BGB erfüllt, nicht erforderlich. Es genügt grundsätzlich auch eine Übermittlung des Antrags per Telefax oder aber die Übersendung via PC-Fax. Telefonische Anträge oder Anträge per E-Mail reichen hingegen nicht aus”.

²⁶⁶¹ Abschnitt 3, §4(6) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung*.

²⁶⁶² Abschnitt 3, §9(1) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “ Die Einsichtnahme setzt einen schriftlichen Antrag des Emittenten voraus, der die nachfolgenden Angaben zu enthalten hat: 1. die Firma oder den Namen des Emittenten, 2. die Geschäftsanschrift sowie 3. das zuständige Registergericht und die Registernummer, soweit das Unternehmen in ein Register eingetragen ist. [...]”.

²⁶⁶³ Idem : “Die Bundesanstalt kann bestimmen, dass die Antragstellung ausschließlich nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck zu erfolgen hat. In diesem Fall macht die Bundesanstalt ein entsprechendes Vordruckmuster bekannt”.

²⁶⁶⁴ NI. 50 EUR (Abschnitt 5, §12(1) (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung*). In het geval van een wijziging van gegevens is de kostprijs 25 EUR (idem).

²⁶⁶⁵ NI. 25 EUR. Zie Abschnitt 5, §13 (ontwerp) *Anlegerregister-Verordnung* : “(1) Für den Antrag auf Einsichtnahme in das Anlegerregister erhebt die Bundesanstalt von dem Antragsteller eine Gebühr in Höhe von 25 Euro. (2) Die Bundesanstalt kann die Gewährung der Einsichtnahme von der vorherigen Zahlung der Gebühr abhängig machen. Wird die Gebühr nicht innerhalb eines Monats nach Bekanntgabe

669. TOETSING AAN DE HARMONISATIE-TEST EN POGING TOT FORMULERING VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Een evaluatie van de vijf onderzochte jurisdicties leidt tot de vaststelling dat alle jurisdicties van de optie gebruik gemaakt. Zoals reeds voorheen gesteld, is dit uitsluitend een beleidskeuze omtrent de reikwijdte van de prospectusplicht. Op zich kan een juridische studie over dergelijke beleidskeuze geen uitspraak doen, op voorwaarde dat de vraagzijde en de aanbodzijde van financieringsmiddelen efficiënt op mekaar worden afgestemd. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt echter weinig discussie omtrent de beleidskeuze. Al de onderzochte lidstaten hebben immers gebruik gemaakt van de optie, en de ondernemingen de mogelijkheid gelaten zich in te schrijven in een register. Niettemin is het verre van duidelijk wat precies de precieze functie is van het register. Moet dit register vooral beschouwd worden als een controlemiddel voor de toezichhoudende overheid, of de wetgever van de lidstaat in kwestie? Of is het register bedoeld om uitgevende instellingen in staat te stellen om na te gaan of deze of gene onderneming een gekwalificeerde belegger is? En indien dat het geval is, kan een uitgevende instelling algemene informatie opvragen, of is de informatie die kan worden opgevraagd enkel beperkt tot gekende ondernemingen? Of nog een andere vraag : moet de uitgevende instelling, bij elke kleine en middelgrote onderneming die beweert een gekwalificeerde belegger te zijn, nagaan of dit wel het geval is? Deze vragen blijven o.i. zowel in de Prospectusrichtlijn als in de omzettingswetten onbeantwoord. In de Franse omzettingwet is bijvoorbeeld het register niet beschikbaar voor derden, in België is het register in principe openbaar en te raadplegen via de website van de CBFA; in het Verenigd Koninkrijk en in Nederland is deze informatie wel beschikbaar, doch op verzoek (*Form C*), terwijl in Duitsland de uitgevende instelling het moet “geloofwaardig maken” dat zij de informatie nodig heeft. In Nederland en Frankrijk lijkt de inschrijving permanent te zijn; in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland is deze dan weer enkel een jaar geldig. Deze divergenties worden versterkt door het feit dat zulke registers *per lidstaat* worden aangehouden. Met andere woorden is het huidige systeem gekenmerkt door een aanzienlijke mate van territorialiteit. Deze opsplitsing van de registers per lidstaat zorgt er immers voor dat uitgevende instellingen niet – of moeilijker – een pan-Europees publiek van kleine en middelgrote ondernemingen kunnen aanspreken. Het lijkt immers weinig waarschijnlijk dat een uitgevende instelling de afzonderlijke – en divergerende – formaliteiten in elk van de lidstaten zal naleven om het register in die lidstaten in te kijken. En dan rijst nog de vraag welke informatie van dit register zal kunnen worden bekomen. *De lege ferenda* zou een mogelijkheid zijn om het systeem van registers af te schaffen. Een meer efficiënt systeem zou erin kunnen bestaan om een Europees register te creëren. Dergelijk Europees register heeft daarenboven enkel zin indien deze gepaard gaat met de afschaffing van de optie voor de lidstaten : het komt dan aan elke individuele onderneming binnen en buiten de E.E.R. toe om deze keuze te maken. Bovenstaande analyse – waaruit blijkt dat van de vijf onderzochte jurisdicties alle jurisdicties van de optie gebruik gemaakt hebben – toont o.i. overigens aan dat het geen zin meer heeft om deze regeling nog als een optie te beschouwen. Het spreekt vanzelf dat deze mogelijkheid een manier is om de vraag naar financiering zo efficiënt en goedkoop mogelijk af te stemmen op het aanbod van financiering. Indien het register op CESR wordt aangehouden, kunnen ook de standaardformulieren in een Europese standaard worden gegoten. Ook kan *de lege ferenda* bepaald worden dat dit een openbaar register is; het register dient namelijk om potentiële beleggers bekend te maken aan de uitgevende instellingen met financieringsbehoeften.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“gekwalificeerde beleggers” : indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning, kleine en middelgrote ondernemingen die hun statutaire zetel in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt; een voor elk openbaar register met dergelijke gekwalificeerde beleggers wordt georganiseerd en bijgehouden door CESR.

des Gebührenbescheids entrichtet, so gilt der Antrag als zurückgenommen. § 12 Abs. 2 Satz 3 gilt entsprechend”.

3.3.5. Vijfde categorie : natuurlijke personen (optioneel)

670. VOORAFGAANDE OPMERKING. Zoals hieronder zal blijken, loopt de vijfde en laatste categorie van gekwalificeerde beleggers grotendeels parallel met de vierde categorie. Meer in het bijzonder heeft – behoudens België – elk van de onderzochte jurisdicties beslist om van beide opties voorzien door de Prospectusrichtlijn gebruik te maken. Daarnaast bestaat ook een procedureel parallellisme. Met name zal in elk van de onderzochte jurisdicties waar in de beide opties is voorzien, eenzelfde of soortgelijke procedure moeten doorlopen worden om ingeschreven te worden in het register. Om deze reden – en om herhaling te vermijden – verwijzen we wat deze procedurele aspecten betreft naar 3.3.4 hierboven, onder meer voor wat betreft de hierboven weergegeven modellen die ofwel identiek, ofwel *mutadis mutandis* toepasbaar zullen zijn. In de randnummers hieronder wordt daarentegen ingegaan op het meer inhoudelijke aspect van deze laatste categorie, namelijk : wat is het soort ervaring waarover men moet beschikken om in de onderzochte jurisdicties als natuurlijke persoon ervoor te kunnen kiezen als gekwalificeerde belegger te gelden?

671. DE OMZETTING IN BELGIË. Ten aanzien van deze vijfde categorie heeft de Belgische wetgever (vooralsnog) geen gebruik gemaakt van de optie. Opnieuw is in de Prospectuswet in de mogelijkheid voorzien dit per koninklijk besluit te regelen²⁶⁶⁶. Indien een besluit hieraan uitvoering zou geven, bepaalt de Prospectuswet dat het moet gaan om natuurlijke personen die op het Belgische grondgebied verblijven, die de CBFA uitdrukkelijk hebben verzocht om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt en die voldoen aan ten minste twee van de volgende drie criteria : (i) zij hebben in de loop van de voorafgaande vier kwartalen gemiddeld ten minste tien omvangrijke transacties per kwartaal verricht op de effectenmarkt, (ii) hun effectenportefeuille heeft een omvang van meer dan 500.000 EUR, (iii) zij zijn ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist²⁶⁶⁷.

672. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Net zoals voor de “kleine ondernemingen” heeft de Nederlandse wetgever ook gebruik gemaakt van de optie om natuurlijke personen met woonplaats in Nederland de mogelijkheid te geven zich als gekwalificeerde belegger aan te merken indien zij daartoe verzoeken en indien zij voldoen “aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels”²⁶⁶⁸. Ook zoals bij de “kleine ondernemingen” worden de praktische modaliteiten inzake het register bepaald in art. 1:109 Wet Financieel Toezicht²⁶⁶⁹. De criteria waaraan de natuurlijke personen moeten voldoen, worden dan weer bepaald in het Besluit Definitiebepalingen Wft²⁶⁷⁰. De natuurlijke personen moeten met name aan tenminste twee van de volgende drie criteria voldoen: (i) de natuurlijke persoon heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen ten minste tien “omvangrijke transacties”²⁶⁷¹ per kwartaal op de effectenmarkten verricht, (ii) de effectenportefeuille²⁶⁷² van de natuurlijke persoon heeft een

²⁶⁶⁶ Art. 10, §2 Prospectuswet.

²⁶⁶⁷ Art. 10, §2 Prospectuswet.

²⁶⁶⁸ Art. 1:1.f Wet financieel toezicht.

²⁶⁶⁹ Art. 1:109 Wet Financieel Toezicht.

²⁶⁷⁰ Zie tevens art. 4.2 Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Besluit definitiebepalingen Wft), *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*, Jaargang 2006, 505. C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 49.

²⁶⁷¹ Zie de Toelichting Besluit Definitiebepalingen : “Van een omvangrijke transactie wordt geacht sprake te zijn wanneer het gaat om een transactie die wat omvang betreft de gemiddelde transactie van een particuliere belegger substantieel overstijgt. Transacties die zijn verricht op een buitenlandse effectenmarkt tellen ook mee. Hetzelfde geldt voor transacties die op niet gereguleerde effectenmarkten worden verricht. In artikel 4, tweede lid, onder 1°, wordt immers niet bepaald dat het moet gaan om transacties op een gereguleerde markt. Voorwaarde is wel dat de betreffende persoon in Nederland moet wonen (zie onderdeel f in de definitie van gekwalificeerde belegger in artikel 1:1 van de wet)”. C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 49.

²⁶⁷² Idem, 49 : “Tot een ‘effectenportefeuille’ worden gerekend effecten die bij een bank in bewaring zijn gegeven en vorderingen die luiden in

omvang van meer dan 500.000 EUR en (iii) de natuurlijke persoon is ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist²⁶⁷³.

673. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Art. D. 411-1.II *code monétaire et financier* bepaalt eveneens dat natuurlijke personen ook als gekwalificeerde belegger zullen worden beschouwd indien ze minstens twee van de volgende drie criteria vervullen²⁶⁷⁴: (i) deze persoon houdt een portfolio aan van financiële instrumenten met een waarde van meer dan 500.000 EUR, (ii) deze persoon heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen ten minste tien omvangrijke transacties per kwartaal op de effectenmarkten verricht; *omvangrijke transacties* zijn daarbij gedefinieerd als transacties voor een bedrag hoger dan 600 EUR²⁶⁷⁵, of (iii) de persoon is ten minste een jaar werkzaam in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist. Hier eveneens gebeurt het verzoek om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt onder de verantwoordelijkheid van deze personen²⁶⁷⁶. Zij kunnen ook ten alle tijde verzaken aan deze hoedanigheid²⁶⁷⁷. Voor de details wordt verwezen naar de categorie van de kleine en middelgrote ondernemingen.

674. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Ook de Engelse wetgever heeft gebruik gemaakt van de optie die hem door de Prospectusrichtlijn werd gelaten. Net als bij de “kleine en middelgrote ondernemingen” zijn de regels te vinden in Section 86 en 87R *Financial Services And Markets Act 2000*²⁶⁷⁸ en Section 5.4.2 *Prospectus Rules*. Opnieuw is er een directe verwijzing naar art. 2.2 Prospectusrichtlijn²⁶⁷⁹.

675. DE OMZETTING IN DUITSLAND. Abschnitt 7, §27 *Wertpapierprospektgesetz* heeft ook in Duitsland uitvoering gegeven aan de optie. Een natuurlijke persoon die wil ingeschreven worden als gekwalificeerde belegger, dient te verklaren dat hij of zij op het ogenblik van de aanvraag aan minstens twee van de volgende voorwaarden voldoet: (i) deze persoon heeft een groot aantal verrichtingen op de effectenmarkten uitgevoerd en daarbij in de loop van de voorafgaande vier kwartalen ten minste tien verrichtingen per kwartaal op de effectenmarkten uitgevoerd²⁶⁸⁰; of (ii) de waarde van de effectenportefeuille bedraagt meer dan 500.000 EUR; of (iii) de persoon is ten minste een jaar werkzaam in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist.

676. TOETSING AAN DE HARMONISATIE TEST EN POGING TOT FORMULERING VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Omtrent deze laatste categorie kunnen we relatief beknopt zijn. We verwijzen naar 3.3.4 hierboven. Om de redenen die daar vermeld waren, menen we dat het optionele karakter van deze categorie – voor wat de lidstaten betreft – kan worden opgegeven om de efficiëntie van de financiële intermediatie op het grondgebied van de E.E.R. te verhogen. Om dezelfde reden ook wordt

effecten. Contanten of deposito's vallen er niet onder”.

²⁶⁷³ Art. 4.2 Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Besluit definitiebepalingen Wft), *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*, Jaargang 2006, 505.

²⁶⁷⁴ Art. D. 411-1.II *Code monétaire et financier*.

²⁶⁷⁵ Art. D. 411-1.II, 2° *Code monétaire et financier*: “la réalisation d'opérations d'un montant supérieur à 600 par opération sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents”

²⁶⁷⁶ Art. D. 411-3 *Code monétaire et financier*.

²⁶⁷⁷ *Idem*.

²⁶⁷⁸ Section 87R *Financial Markets Act 2000*: “An individual may not be entered in the register unless (a) he is resident in the United Kingdom; and (b) he meets at least two of the criteria mentioned in Article 2.2 of the prospectus directive”.

²⁶⁷⁹ Section 5.4.2(2) *Prospectus Rules*: “(b) for an individual that the individual satisfies at least two of the three criteria in article 2.2 of the prospectus directive and specify which of the criteria are satisfied”.

²⁶⁸⁰ Abschnitt 7, §27(2), 1 *Wertpapierprospektgesetz*: “die Person hat in großem Umfang Geschäfte an Wertpapiermärkten durchgeführt und dabei in den letzten vier Quartalen durchschnittlich mindestens zehn Transaktionen pro Quartal getätigt”.

voorgesteld om het gekwalificeerde beleggers-register op Europees niveau te organiseren, en dit met name op het niveau van CESR. Ten slotte kan worden voorgesteld dat, in de lijn van de Franse omzettingwet, aan CESR de mogelijkheid wordt gegeven om, indien zij dat nodig acht, te bepalen wat verstaan moet worden onder “omvangrijke transacties”.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

“gekwalificeerde beleggers”: ~~indien een lidstaat daarvoor kiest en onder voorbehoud van wederzijdse erkenning, natuurlijke personen die hun woonplaats in deze lidstaat hebben en die uitdrukkelijk verzoeken om als gekwalificeerde belegger te worden aangemerkt, mits deze personen aan ten minste twee van de in lid 2 vervatte criteria voldoen; een voor elkeen openbaar register met dergelijke gekwalificeerde beleggers wordt georganiseerd en bijgehouden door CESR. CESR kan, indien zij dat nodig acht, tevens bepalen wat verstaan moet worden onder “omvangrijke transacties”~~²⁶⁸¹.

3.4. TUSSENTIJD BESLUIT

In deze afdeling onderzochten we het “gekwalificeerde beleggers”-regime, dat één van de vijf aanbiedingsvrijstellingen is (zie vorige afdeling). Er zijn vijf categorieën van dergelijke gekwalificeerde beleggers. Wat betreft de eerste categorie (financiële instellingen) blijken uit de rechtsvergelijkende analyse aanzienlijke divergenties. Belangrijk is dat een potentiële belegger zichzelf niet kan bestempelen als een “gekwalificeerde belegger in de zin van Prospectusrichtlijn 2003/71/EG”. Dat leidt tot een paradoxale situatie : indien een belegger actief op zoek gaat naar investeringsmogelijkheden in andere lidstaten bestaat het risico dat hij of zij in deze lidstaten niet zal gelden als “gekwalificeerde belegger”. Het valt niet uit te sluiten dat dergelijke situatie een negatieve impact heeft op de efficiëntie van financiële intermediatie. Om deze reden stellen we *de lege ferenda* voor om uniforme criteria te bepalen in de *Algemene Prospectusverordening*, en bijkomend in een Europees paspoort te voorzien als gevolg waarvan de overige lidstaten de juridische entiteiten die door hun lidstaat van herkomst als gekwalificeerde belegger worden beschouwd, ook als zodanig moeten beschouwen. CESR kan verder een bevestiging afleveren dat deze entiteit inderdaad beschouwd wordt als een gekwalificeerde belegger. Wat betreft de tweede categorie (statelijke entiteiten) gelden grotendeels dezelfde opmerkingen als ten aanzien van de eerste categorie. Niettemin is de concrete impact sterk getemperd (behalve ten aanzien van de foutieve omzetting van de Belgische Prospectuswet). Wel werd *de lege ferenda* gepleit om de statelijke entiteiten uit te breiden tot alle statelijke entiteiten, zowel binnen als buiten de E.E.R. Op deze wijze worden de financieringsmogelijkheden potentieel vergroot – hetgeen de doelstelling is van de Prospectusrichtlijn. Ten derde, wat betreft de grote ondernemingen, is ten aanzien van deze categorie gekwalificeerde beleggers quasi-volledige harmonisatie bereikt, behalve voor wat betreft de foutieve omzetting van de Belgische wetgever en een klein, in de praktijk wellicht verwaarloosbaar, omzettingsverschil in Frankrijk. Opnieuw werd *de lege ferenda* voorgesteld om ook te verduidelijken dat grote ondernemingen met zetel buiten de E.E.R. als gekwalificeerde belegger kunnen worden beschouwd. Zoals gezegd, menen we dat dit kan verantwoord worden op basis van de efficiëntie van de financiële intermediatie. De vierde categorie (kleine en middelgrote ondernemingen) is optioneel. Een evaluatie van de vijf onderzochte jurisdicties leidt niettemin tot de vaststelling dat alle jurisdicties van de optie gebruik gemaakt. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt echter dat de lidstaten deze optie op zeer divergente wijze hebben geïmplementeerd. De aanzienlijke divergenties worden bovendien versterkt door het feit dat registers per lidstaat worden aangehouden. *De lege ferenda* werd daarom voorgesteld om het systeem van registers per lidstaat af te schaffen, en te

²⁶⁸¹ Cf. de Franse toevoeging.

vervangen door een Europees register, namelijk een openbare gegevensbank op het niveau van CESR met standaardformulieren die voor de gehele E.E.R. gelden. Een vijfde en laatste categorie betreft de natuurlijke personen. België is de enige lidstaat van de onderzochte jurisdicties waar deze optie voorsnog niet voorzien is. We verwijzen naar de opmerkingen aangaande de kleine en middelgrote ondernemingen, die hier *mutadis mutandis* gelden.

AFDELING 4. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 4.1)

4.1. OPZET

677. ANALYSE VAN DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN. In deze afdeling gaan we in op de effectenvrijstellingen van art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn. Vervolgens analyseren we hoe deze vrijstellingsregeling is omgezet in de verscheidene onderzochte jurisdicties. We zijn daarmee wellicht aanbeland bij het meest technische (en detaillistische) gedeelte van het onderzoek. Om de leesbaarheid te verhogen, hebben we, waar dat geen toegevoegde waarde had (bijvoorbeeld indien er geen betekenisvolle divergenties bestonden tussen de onderzochte jurisdicties), geopteerd voor een synthese-overzicht, eerder dan een volledig uitgeschreven analyse. Op deze wijze kon deze afdeling ook relatief beknopt worden gehouden.

4.2. ANALYSE VAN DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

678. AARD VAN DE VRIJSTELLINGEN. Bij de effectenvrijstellingen van art. 4.1 Prospectusrichtlijn gaat het wel degelijk om openbare²⁶⁸² aanbiedingen die echter om bepaalde redenen aanleiding geven tot, ofwel geen, ofwel een verminderde informatieplicht (die geen prospectus in de zin van de Prospectusrichtlijn uitmaakt)²⁶⁸³. Dit betekent dat het al dan niet toepasselijk zijn van een vrijstelling niets af doet aan het feit dat de aanbieding wel degelijk openbaar is. Omgekeerd kunnen de effectenvrijstellingen per definitie enkel van toepassing zijn indien een bepaalde verrichting een openbare aanbieding uitmaakt. Op conceptueel vlak moeten bijgevolg twee, op mekaar volgende, stappen worden gezet om uit te maken of een effectenvrijstelling wel of niet – en in welke mate – van toepassing is. De eerste vraag bestaat erin te weten of er een openbare aanbieding (in de zin van de Prospectusrichtlijn, zoals omgezet in de relevante lidstaten) plaatsvindt. Indien het antwoord daarop negatief is, zijn de effectenvrijstellingen per definitie niet toepasselijk²⁶⁸⁴. Indien het antwoord daarentegen positief is, dient in tweede instantie beantwoord te worden of de effecten *uitsluitend* openbaar worden aangeboden, of ook beoogd wordt deze effecten toe te laten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. In het eerste geval, zijn enkel de aanbiedings- en effectenvrijstellingen relevant²⁶⁸⁵. In het tweede geval, zullen ook de verhandelingsvrijstellingen bepalend zijn²⁶⁸⁶. Er moet daarbij worden opgemerkt dat CESR in december 2007 bevestigd heeft dat deze autonoom werken, dit wil zeggen dat, indien één vrijstellingsgrond van toepassing is op een verrichting, deze verrichting niet prospectusplichtig zal zijn²⁶⁸⁷. Eenmaal de relevante categorie van vrijstellingen bepaald is, moet men

²⁶⁸² Dit volgt onder meer uit de tekst van art. 4.1 Prospectusrichtlijn : “De prospectusplicht geldt niet voor aanbieding aan het *publiek* van de volgende categorieën effecten [...]” (eigen cursivering).

²⁶⁸³ Cf. D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3, op 25 : “When an offeror or issuer qualifies for an exemption from the prospectus requirement [...], the competent authorities cannot require the publication of a prospectus. The Member States may not provide in their national laws that a prospectus must be prepared in this case”.

²⁶⁸⁴ Tenzij de lidstaat ervoor gekozen zou hebben de effectenvrijstellingen van de Prospectusrichtlijn, of daarop gelijkende vrijstellingen, toepasselijk te verklaren op andere, niet onder het geharmoniseerde gebied vallende, verrichtingen; zoals gezegd valt het niet-geharmoniseerde gebied buiten het bestek van voorliggend onderzoek.

²⁶⁸⁵ Zie de twee vorige afdelingen alsook deze afdeling.

²⁶⁸⁶ Zie de volgende afdeling.

²⁶⁸⁷ CESR, Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 19 : “All the exemptions in Article 4 are standalone and therefore if one of them applies there is

voor ogen houden dat er fundamentele verschilpunten bestaan tussen de drie vrijstelling-regimes. Er zijn twee voor de praktijk belangrijke verschilpunten, namelijk : (i) is de vrijstelling *automatisch* of niet (namelijk : moet men al dan niet de toezichthoudende overheid notificeren dat een bepaalde vrijstelling wordt ingeroepen?); en (ii) is de vrijstelling *volledig* of niet (namelijk : wat is de reikwijdte van de vrijstelling?; is er nog informatie die moet worden beschikbaar gesteld aan het publiek?; dient deze informatie gecontroleerd of goedgekeurd te worden?; enz.). In de randnummers hieronder zal telkens worden onderzocht in welke mate de vrijstellingen volledig en automatisch zijn, en of er dienaangaande divergenties bestaan in de onderzochte jurisdicties.

4.3. ANALYSE VAN DE EFFECTENVRIJSTELLINGEN, ZOALS OMGEZET IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

4.3.1. Eerste categorie : Vervanging

679. SITUERING. De eerste effectenvrijstelling die in de Prospectusrichtlijn is voorzien, betreft de vrijstelling voor “aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse welke reeds zijn uitgegeven, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal”²⁶⁸⁸. De Prospectusrichtlijn spreekt zich er niet over uit of deze vrijstelling *automatisch* is of niet; daarentegen is het wel duidelijk dat de vrijstelling *volledig* is : indien de vrijstelling van toepassing is, wordt er geen bijkomende informatieverstrekking gevraagd.

680. GEHARMONISEERDE OMZETTING. In de Belgische Prospectuswet is deze vrijstelling identiek aan de Prospectusrichtlijn omgezet. Een volledige vrijstelling geldt namelijk voor aandelen die worden uitgegeven ter vervanging van reeds uitgegeven aandelen van dezelfde categorie²⁶⁸⁹, zonder dat de uitgifte van deze nieuwe aandelen tot een verhoging van het geplaatst kapitaal leidt²⁶⁹⁰. De Franse²⁶⁹¹, de Engelse²⁶⁹² en de Duitse²⁶⁹³ omzettingen zijn tevens identiek aan de Prospectusrichtlijn. De Nederlandse wet heeft gepreciseerd dat de vrijstelling ook geldt ten aanzien van certificaten van aandelen; voor het overige is de vrijstelling eveneens identiek aan deze van de Prospectusrichtlijn²⁶⁹⁴.

no requirement to publish a prospectus”.

²⁶⁸⁸ Art. 4.1.a Prospectusrichtlijn.

²⁶⁸⁹ In de Nederlandse doctrine maakt men bovendien een onderscheid tussen ‘dezelfde categorie’ en ‘dezelfde klasse’. Zie J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1628 : “Een ‘categorie’ is een groep effecten van dezelfde aard. Zo vormen aandelen een categorie effecten, en obligaties een andere. [...] Ook effecten die verschillen op het punt van rangorde, type van onderliggende waarden of de basis ter bepaling van het bedrag van terugbetaling of couponbetaling, kunnen binnen dezelfde categorie vallen. [...] Een ‘klasse’ is een groep effecten binnen een categorie die dezelfde eigenschappen hebben. [...] Hoewel de wet zegt dat voldoende is dat de te vervangen en de vervangende aandelen of certificaten tot dezelfde categorie behoren, suggereert de wetsgeschiedenis dat zij tot dezelfde klasse moeten behoren. [...] Zo’n beperkte uitleg stemt overeen met art. 4 lid 1 sub a Prospectusrichtlijn, dat eist dat de betrokken aandelen van ‘dezelfde klasse’ zijn”. Zie tevens Cf. H. TUINSTRRA, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44, op 48 (voetnoot 33); C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 106 (voetnoot 7).

²⁶⁹⁰ Art. 18, §1, b) Prospectuswet.

²⁶⁹¹ Cf. Article 212-4, 1° *Règlement général* : “Les actions émises en substitution d’actions de même catégorie déjà émises, si l’émission de ces nouvelles actions n’entraîne pas d’augmentation du capital de l’émetteur”.

²⁶⁹² Cf. Rule 1.2.2(1) *Prospectus Rules* : “shares issued in substitution for shares of the same class already issued, if the issue of the new shares does not involve any increase in the issued capital”.

²⁶⁹³ Cf. Abschnitt 1, §4(1), 1 *Wertpapierprospektgesetz* “Aktien, die im Austausch für bereits ausgegebene Aktien derselben Gattung ausgegeben werden, ohne dass mit der Ausgabe dieser neuen Aktien eine Kapitalerhöhung verbunden ist”.

²⁶⁹⁴ Artikel 5:3.2.a Wet Financieel Toezicht : “aandelen of certificaten van aandelen die zijn uitgegeven ter vervanging van reeds uitgegeven aandelen of certificaten van aandelen van dezelfde categorie of klasse, indien de uitgifte van deze nieuwe waardebewijzen geen verhoging van het geplaatst kapitaal tot gevolg heeft”. De Nederlandse wetgever verantwoordt dit als volgt : “Ondanks dat de richtlijn prospectus slechts

De vraag kan gesteld worden of een marginale of betekenisloze kapitaalverhoging zou betekenen dat de vrijstelling niet van toepassing is. Daarvan zou bijvoorbeeld sprake kunnen zijn bij een aandelensplitsing. De Nederlandse wetgever heeft in de voorbereidende werken aangestipt dat : “[h]et ligt in de rede dat ook een marginale verhoging onder de reikwijdte van de uitzondering valt. Indien in een dergelijk geval slechts de nominale waarde van een aandeel wijzigt en niet het soort aandeel, wordt een marginale verhoging van het geplaatste kapitaal als gevolg van de afronding bij een splitsing gelijkgesteld aan geen verhoging van het geplaatste kapitaal”²⁶⁹⁵.

681. AUTOMATISCH KARAKTER? Aangezien de tekst van de Prospectusrichtlijn zich niet uitspreekt over het al dan niet automatisch karakter van de vrijstelling, biedt de letterlijke omzetting in de lidstaten geen absolute houvast. Niettemin blijkt geen enkele van de onderzochte jurisdicties een positieve plicht te hebben ingeroepen om de toezichthoudende overheid, zij het op voorhand, zij het achteraf, te notificeren.

682. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. Men kan concluderen dat deze eerste effectenvrijstelling grotendeels geharmoniseerd is, er zijn namelijk geen omzettingsdivergenties. We zien ook geen negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie. Er dringen zich o.i. dan ook geen wijzigingen op aan art. 4.1.a Prospectusrichtlijn.

4.3.2. Tweede categorie : Openbaar aanbod tot ruil

683. SITUERING. De tweede effectenvrijstelling van de Prospectusrichtlijn is deze voor effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil. Deze effecten zijn vrijgesteld “mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving”²⁶⁹⁶. Deze vrijstelling is daarom *niet volledig* : zelfs indien de vrijstelling van toepassing is, moet een bijkomende informatieverstrekking worden nageleefd. De vraag of de vrijstelling *automatisch* is, wordt daarom ook bijzonder pertinent : moet deze informatieverstrekking op voorhand worden gecontroleerd of goedgekeurd door de toezichthoudende overheid?

684. DE OMZETTING IN BELGIË. De Belgische wetgever heeft de vrijstelling getrouw omgezet²⁶⁹⁷. Het informatiedocument waarvan hierboven sprake moet (i) beschikbaar worden gesteld aan *belanghebbenden*, (ii) en moet door de CBFA als gelijkwaardig worden beschouwd aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen²⁶⁹⁸. Het komt dus aan de Belgische toezichthouder toe om te beslissen of de informatie al dan niet gelijkwaardig is. Luidens art. 18, §3 Prospectuswet is de

spreekt over aandelen, mag worden aangenomen dat daaronder tevens certificaten van aandelen worden verstaan. Waar in deze regeling gesproken wordt over «categorie» worden de verschillende soorten effecten bedoeld (aandelen en obligaties behoren bijvoorbeeld tot een verschillende categorie effecten). Met het begrip «klasse» wordt een onderverdeling gemaakt binnen een categorie (bijvoorbeeld aandelen A of B). In onderdeel a wordt het aanbieden van aandelen aan het publiek ter vervanging van aandelen van dezelfde categorie of klasse uitgezonderd van het verbod, indien de aanbieding van deze nieuwe aandelen geen verhoging van het geplaatst kapitaal tot gevolg heeft” (Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 564). Zie tevens J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1628 : “Certificaten van aandelen worden in de uitzondering van art. 4 lid 1 sub a Prospectusrichtlijn niet genoemd. De [Nederlandse] wetgever meende dat mag worden aangenomen dat de uitzondering zich ook daarover kon uitstrekken”.

²⁶⁹⁵ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 564.

²⁶⁹⁶ Art. 4.1.b Prospectusrichtlijn.

²⁶⁹⁷ Cf. Art. 18, §1, c) Prospectuswet : “beleggingsinstrumenten aangeboden bij een openbare overnameaanbieding middels een openbare aanbieding tot ruil, op voorwaarde dat informatie beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden die door de CBFA als gelijkwaardig wordt beschouwd aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen”.

²⁶⁹⁸ Cf. Art. 18, §1, c), *in fine* Prospectuswet.

CBFA bovendien gemandateerd om “in een reglement dat wordt goedgekeurd conform artikel 64 van de wet van 2 augustus 2002, [te] verduidelijken welke informatie beschikbaar moet worden gesteld om te voldoen aan de [...] gelijkwaardigheidsvoorwaarde”²⁶⁹⁹. Op heden biedt de CBFA geen publiek beschikbare richtsnoeren. Daarnaast kan de vraag worden gesteld of het informatiedocument voorafgaandelijk moet worden nagekeken – of zelfs goedgekeurd – door de CBFA. Noch in de wettekst van art. 18, §1, b Prospectuswet, noch in de voorbereidende werken bij art. 18 Prospectuswet wordt uitsluitend gegeven. De voorbereidende werken bij art. 73 Prospectuswet – dat gedeeltelijk art. 4.1.d Prospectusrichtlijn omzet – bepalen wel uitdrukkelijk dat het aldaar vereiste informatiedocument door de CBFA aan geen enkele controle wordt onderworpen²⁷⁰⁰. Hoewel het niet geheel duidelijk is welke reikwijdte hieraan kan gegeven worden, menen we dat dit erop duidt dat door de wetgever niet voorzien was in een voorafgaande goedkeuring of controle van het informatiedocument. Deze interpretatie wordt verder ook ondersteund door het feit dat de CBFA ook nergens in de Prospectuswet uitdrukkelijk gemandateerd is om een controle te doen of een goedkeuring te geven²⁷⁰¹.

685. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Het is interessant de Belgische omzettingsbenadering te vergelijken met de omzettingen in de andere onderzochte jurisdicties. De Nederlandse wetgever heeft de vrijstelling getrouw omgezet als van toepassing op “effecten die worden aangeboden bij een overname door middel van een openbaar bod tot ruil, *indien een document algemeen verkrijgbaar is dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die het prospectus bevat*” (eigen cursivering)²⁷⁰². Hoewel de Nederlandse wetgever geen uitdrukkelijke bevoegdheid geeft aan de AFM om vast te stellen wat deze gelijkwaardigheid inhoudt, wordt in de voorbereidende werken gesteld dat, voor wat betreft deze gelijkwaardigheid, “[...] kan gedacht worden aan de informatie die verstrekt dient te worden in het kader van een ruilbod als bedoeld in artikel 9n van het Bte 1995”²⁷⁰³. Dit gezegd zijnde, benadrukt de Nederlandse wetgever dat het belangrijk is dat het document geen prospectus is en dus ook niet hoeft te voldoen aan alle inhoudelijke vereisten die de Prospectusrichtlijn (en de Prospectusverordening) aan een prospectus stelt²⁷⁰⁴. De wetgever stelt dat er “zal rekening worden gehouden met op Europees niveau ontstane inzichten ten aanzien van de invulling van het begrip ‘gelijkwaardige informatie’ [...]”²⁷⁰⁵. In de voorbereidende werken is bovendien benadrukt dat er *geen verplichting* bestaat om het “gelijkwaardige” document te laten goedkeuren of om het document bij de AFM te deponeren²⁷⁰⁶. Het is voor de Nederlandse wetgever niet de bedoeling dat de AFM op dezelfde wijze als bij het prospectus *ex ante* het gelijkwaardige document zou goedkeuren; in een dergelijk geval zou de uitzondering van het verbod immers weinig voordeel opleveren. Bijgevolg staat het een uitgevende instelling, die over een gelijkwaardig document beschikt en dit beschikbaar stelt, vrij om effecten aan te bieden²⁷⁰⁷. Anderzijds stelt de Nederlandse wetgever dat de AFM uiteraard wel de mogelijkheid heeft om handhavend op te treden, doch dit slechts “indien achteraf blijkt dat de

²⁶⁹⁹ Art. 18, §3 Prospectuswet.

²⁷⁰⁰ M.v.T. Prospectuswet, 85. Zie tevens C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 143 (voetnoot 13).

²⁷⁰¹ Tenzij men de controlebevoegdheid zou afleiden uit bijvoorbeeld de reclamebepalingen – men zou het informatiedocument dan interpreteren als een vorm van “reclame”.

²⁷⁰² Cf. Artikel 5:3.2.b Wet Financieel Toezicht.

²⁷⁰³ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 564. Zie tevens J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1628-1629; C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 106 (voetnoot 10).

²⁷⁰⁴ *Idem*, 564-565.

²⁷⁰⁵ *Idem*, 564-565. In artikel 4, derde lid, van de richtlijn prospectus is immers bepaald dat de Europese Commissie uitvoeringsmaatregelen vaststelt wat betreft de invulling van het begrip “gelijkwaardig”.

²⁷⁰⁶ *Idem*, 564.

²⁷⁰⁷ *Idem*.

uitzondering niet van toepassing was²⁷⁰⁸.

686. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Vergeleken met Nederland, neemt de Franse wetgever een tegengestelde positie in. Vooreerst preciseert de Franse wetgever dat deze effectenvrijstelling niet alleen geldt voor openbare aanbiedingen tot ruil, maar ook voor “gelijksoortige procedures onder vreemd recht²⁷⁰⁹”. Deze precisering lijkt o.i. terecht, en vult een lacune van de Prospectusrichtlijn aan, temeer aangezien het vennootschapsrecht van de “lidstaat van herkomst” niet noodzakelijk identiek is aan het op de uitgevende instelling toepasselijke vennootschapsrecht²⁷¹⁰. Anderzijds bepaalt de Franse wetgever dat het informatiedocument voorafgaandelijk ter controle moet worden voorgelegd aan de AMF. De AMF heeft dienaangaande richtsnoeren gegeven in een *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005²⁷¹¹. Hierin wordt bepaald dat, om te kunnen genieten van de tweede effectenvrijstelling, het informatiedocument (note d’information) moet zijn goedgekeurd door de AMF²⁷¹². Bovendien bepaalt Bijlage I bij de instructie welke informatie precies moet worden opgenomen²⁷¹³. Deze informatievereisten zijn zwaar. Deze vrijstelling komt er in feite op neer dat een soort “verkort” prospectus moet worden opgesteld, grotendeels gebaseerd op de Prospectusverordening en met inbegrip van een samenvatting. Het gewicht van deze procedure wordt verder nog versterkt door de verplichte goedkeuring door de AMF.

687. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Rule 1.2.2(2) *Prospectus Rules* neemt bijna letterlijk de tekst van de Prospectusrichtlijn over²⁷¹⁴. De tekst verduidelijkt niet wat precies de “gelijkwaardigheid” van de informatie in het informatiedocument moet zijn. Rule 1.2.2(2) spreekt zich ook niet uit over de vraag of en hoe de FSA dit informatiedocument moet goedkeuren. Wel wordt er verder voorzien in een procedure van “nazicht van gelijkwaardige documenten” (“vetting of equivalent documents”). Luidens Rule 3.1.14 *Prospectus Rules* moet een persoon die *wenst* dat de FSA een “gelijkwaardig document” (equivalent document) nakijkt, een aantal documenten voorleggen, namelijk (i) een kopie van het document, (ii) een kruisverwijzing naar de pagina’s in het document die overeenkomen met de informatievereisten van een prospectus, (iii) de contactgegevens van de personen die voldoende kennis hebben over de documentatie om de vragen van de FSA te kunnen beantwoorden en beschikbaar zijn tussen 7.00 uur en 18.00 uur, en (iv) alle andere informatie die de FSA kan

²⁷⁰⁸ Idem. De Nederlandse wetgever stelt daarover dat : “[d]e AFM kan slechts aan de hand van de concrete omstandigheden van het geval oordelen of er sprake was van een document dat informatie bevatte die gelijkwaardig is aan de informatie die in een prospectus dient te worden opgenomen”. Zie tevens J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1629 : “De aanbieder dient zelf te bepalen of het gelijkwaardige document daadwerkelijk gelijkwaardig is”.

²⁷⁰⁹ Cf. Article 212-4, 2° *Règlement général* “Les instruments financiers offerts à l’occasion d’une offre publique d’échange ou d’une procédure équivalente de droit étranger lorsque l’émetteur a rendu disponible un document, soumis au contrôle de l’AMF, comprenant des renseignements équivalant à ceux qui doivent figurer dans le prospectus”.

²⁷¹⁰ Zie *Deel 2, Hoofdstuk 2, afdeling 1*.

²⁷¹¹ AMF, *instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l’information à diffuser en cas d’appel public à l’épargne.

²⁷¹² Art. 11 van de *instruction n° 2005-11* : “Pour bénéficier de la dispense prévue au 2° de l’article 212-4 et au 3° de l’article 212-5 du règlement général de l’AMF, l’émetteur établit et diffuse une note d’information visée par l’AMF et les informations prévues à l’article 231-28 conformément aux dispositions du titre III du livre II du règlement général et comprenant les informations précisées en Annexe I de la présente instruction”.

²⁷¹³ Zo bijvoorbeeld, indien de vrijstelling aandelen betreft, moet dit informatiedocument onder meer de volgende informatie bevatten : “[...] l’annexe I relative aux actions [du règlement (CE) n° 809/2004]. [...] Les points suivants de l’annexe III du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 : Facteurs de risque (liés à l’opération); Déclaration sur le fonds de roulement net; Capitaux propres et endettement; Intérêt des personnes physiques et morales participant à l’émission; Dépenses liées à l’émission; Dilution; Informations complémentaires (relatives aux conseillers, rapports des experts). [...] Un résumé”. Andere, maar gelijkaardige, informatievereisten gelden indien de vrijstelling schuldeffecten betreft.

²⁷¹⁴ Cf. Rule 1.2.2(2) *Prospectus Rules* : “transferable securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, if a document is available containing information which is regarded by the FSA as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation”.

vragen²⁷¹⁵. Bovendien moet deze informatie zijn meegedeeld tenminste tien werkdagen voor de datum waarop het nazicht (“vetting”) zou moeten beëindigd zijn²⁷¹⁶. Daarnaast is ook een vergoeding verschuldigd gelijk aan £2,500²⁷¹⁷. Het moet niettemin worden opgemerkt dat deze Rule enigszins dubbelzinnig is opgesteld : er is niet met zoveel woorden bepaald dat men het informatiedocument *moet* laten nazien. Integendeel uit de woordkeuze (tweemaal wordt verwezen naar “wish”) kan men afleiden dat het gaat om een vrije keuze. Een standpunt dat de FSA heeft ingenomen in een consultatiedocument van juni 2005 lijkt evenwel dergelijk vrijwillig karakter tegen te spreken²⁷¹⁸. Bovendien wordt in deze Rule niets bepaald omtrent de wijze waarop de FSA dit nazicht zal uitvoeren. De *UK Listing Authority* sprak daaromtrent in een LIST! publicatie over : “a degree of discretion about what will be acceptable as equivalent, but it is nevertheless limited”²⁷¹⁹.

688. DE OMZETTING IN DUITSLAND. We kunnen kort zijn voor wat betreft de Duitse *Wertpapierprospektgesetz*. Hier is niets bepaald omtrent hoe de gelijkwaardigheid moet worden vastgesteld evenals of de BaFin dit document moet goedkeuren²⁷²⁰.

689. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. Een vreemde situatie doet zich voor. Enerzijds hebben alle lidstaten de prospectusvrijstelling *letterlijk* juist omgezet. Anderzijds is door de vage verwijzing in de Prospectusrichtlijn naar “gelijkwaardige informatie” aanzienlijke onduidelijkheid ontstaan over twee o.i. essentiële vragen. Ten eerste is het nog steeds niet duidelijk of de bevoegde toezichthoudende overheid een voorafgaande goedkeuring moet verlenen aan het informatiedocument. Deze vraag werd door de Nederlandse wetgever in de voorbereidende werken uitdrukkelijk negatief beantwoord. De Franse wetgever heeft daarentegen aangegeven dat een goedkeuring moet worden bekomen. De Engelse wetgever impliceert ook een goedkeuring (vetting), maar de tekst van de *Prospectus Rules* is er dan weer dubbelzinnig over of dergelijke *vetting* verplicht, aangewezen of optioneel is. De Belgische wetgever, net als de Duitse wetgever, heeft zich ten slotte niet uitgesproken over deze vraag. Ten tweede is het niet duidelijk wat precies de aard en omvang van dergelijk document behoort te zijn. Deze kritiek werd ook geformuleerd in het evaluatierapport van CESR²⁷²¹. De Engelse, de Nederlandse, de Belgische en de Duitse wetgever bepalen geen inhoudelijke vereisten. De Franse AMF daarentegen geeft in de *instruction n° 2005-11* een volledige inhoudelijke lijst met verregaande informatie. Men zou kunnen opwerpen dat het aan de nationale wetgevers (en de toezichthoudende overheden) toekomt om

²⁷¹⁵ Cf. Rule 3.1.14 *Prospectus Rules* : “A person who wishes the FSA to vet an equivalent document referred to in PR 1.2.2 R (2) or (3) or PR 1.2.3R (3) or (4) must submit to the FSA: (1) a copy of the document; (2) a cross reference list identifying the pages in the document where each item that is equivalent to the disclosure requirements for a prospectus may be found; (3) contact details of individuals who are: (a) sufficiently knowledgeable about the documentation to be able to answer queries from the FSA; and (b) available to answer queries between the hours of 7 a.m. and 6 p.m.; and (4) any other information that the FSA may require”.

²⁷¹⁶ Cf. Rule 3.1.15 *Prospectus Rules* : “The person must submit the documents referred to in PR 3.1.14 R at least ten working days before the date on which it wishes the vetting to be completed”.

²⁷¹⁷ Rule 3.1.16 *Prospectus Rules*. Zie *Annex 5R – Document vetting and approval fees in relation to listing and prospectus rules* (de vergoeding is deze van *Category 3 – All other vetting only transactions*).

²⁷¹⁸ FSA, *Policy Statement 05/7 – Implementation of the Prospectus Directive Feedback on CP04/16 and CP05/7 and near final Prospectus Rules*, juni 2005 (182 p.), op 12, nr. 2.17 : “We are proposing to require that any document which an issuer makes available under 1.2.2(2)R and 1.2.3(3)R relating to the takeover and merger exemptions *should be submitted* to us so we can determine whether or not it is equivalent to a prospectus. We have therefore introduced the rules in 3.1.14R to 3.1.16R to reflect this” (eigen cursivering). De Bijlagen bij dit document bevatten de voorgestelde ontwerpversie van de *Prospectus Rules*. Het valt op dat ook in deze ontwerpversie tweemaal de woorden “wish” zijn gebruikt (zie 58-59).

²⁷¹⁹ FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 4-5.

²⁷²⁰ Cf. Abschnitt 1, §4(1), 2 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die anlässlich einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots angeboten werden, sofern ein Dokument verfügbar ist, dessen Angaben denen des Prospekts gleichwertig sind”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

²⁷²¹ Cf. CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), op 22 : “[The market participants] stated that there should be the same level of protection for investors and Member States should not be allowed to assess equivalence on a ‘case-by-case’ basis”.

te bepalen wat de informatieverplichtingen zijn, en om te bepalen hoe deze worden gecontroleerd. Deze opwerping lijkt o.i. niettemin een probleem te stellen inzake de efficiëntie van de financiële intermediatie. Het is bovendien weinig logisch dat de in het prospectus te verstrekken informatie wel geharmoniseerd is, terwijl de informatie die in de context van een vrijstelling moet worden verstrekt *de facto* niet geharmoniseerd is. Zoals het “verkort prospectus” dat door de Franse *instruction n° 2005-11* teweeggebracht wordt, aantoon, gaat het hier bovendien om de vraag in welke mate de vrijgestelde transacties effectief vrijgesteld zijn van de prospectusplicht. Maar men kan nog een andere kritische bedenking maken. Deze bedenking start met de volgende hypothese. Stel dat een vennootschap met zetel in Londen een openbare aanbidding tot ruil van aandelen uitbrengt in meerdere lidstaten, waaronder het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk²⁷²². De aanbidding van effecten door de Engelse vennootschap zal vrijgesteld zijn van prospectusplicht; een gelijkwaardig informatiedocument zal niettemin moeten worden beschikbaar gesteld. Het zal aan de FSA, als toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst, toekomen om de “gelijkwaardigheid” daarvan te beoordelen. Het is evenwel goed mogelijk dat in dergelijk geval de informatie in het Engelse informatiedocument afwijkt van de informatie die volgens de Franse *instruction n° 2005-11* had moeten worden opgenomen. Immers, zoals CESR zelf opmerkt : “The Directive passport regime does not apply to the exemptions in Article 4. Therefore, the evaluation of equivalence will have to be undertaken in each Member State where the exemption is to be used. Nevertheless, *the competent authorities, if so wish, might use the work previously carried out by another authority when assessing equivalence. Where the assessment is to be undertaken by several competent authorities at the same time, these authorities are encouraged to cooperate in assessing equivalence*” (eigen cursivering)²⁷²³. Kan in dat geval de Franse toezichthoudende overheid opwerpen dat het informatiedocument niet “gelijkwaardig” is? Het antwoord op deze vraag is merkwaardig genoeg positief. Een fundamenteel probleem is dat dergelijk informatiedocument immers geen Europees paspoort heeft²⁷²⁴. Dit betekent dat, indien een informatiedocument wordt opgesteld overeenkomstig het recht van de lidstaat van herkomst (en desgevallend goedgekeurd door de toezichthoudende overheid van deze lidstaat), maar de op grond daarvan vrijgestelde openbare aanbidding ook gebeurt in *andere lidstaten*, deze lidstaten het document als niet-gelijkwaardig kunnen beschouwen²⁷²⁵. Het lijkt ons aannemelijk dat dergelijke situatie een negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie kan hebben aangezien kosten en risico’s gedupliceerd worden zonder enig voordeel.

690. POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Dergelijke divergenties zijn relevant : immers, ze vormen een concreet obstakel voor het bereiken van het aanbod van financieringsmiddelen in de ene lidstaat aan de vraag aan financieringsmiddelen in de andere lidstaat. Teneinde de efficiëntie van de financiële intermediatie te verhogen, zou de uitgevende instelling idealiter maar één informatiedocument behoren op te stellen, dat door één toezichthoudende overheid zal worden goedgekeurd en waarvan men daarna de absolute zekerheid heeft dat het ook zal gelden in alle andere lidstaten. Een *de lege ferenda* voorstel zou er daarom in bestaan om de goedkeuring van het informatiedocument los te koppelen van de bepaling van de inhoud ervan. Waar er op zich geen

²⁷²² Cf. FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 4-5 : “A takeover which involves the offer of transferable securities to target shareholders would be likely to require a prospectus to be produced (unless an exemption applies). So, issuers of loan notes or other securities designed to allow target shareholders to participate in the bidding vehicle will probably have to produce a prospectus or equivalent document, if the securities are constituted as transferable securities”.

²⁷²³ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 18.

²⁷²⁴ Zie vb. Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 565 : “[...] Ten tweede dient een document beschikbaar te worden gesteld. Dergelijke documenten kunnen niet als een Europees paspoort worden gebruikt” (m.b.t. de omzetting van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn).

²⁷²⁵ Zie de opmerking van de FSA : “It is also worth noting that whereas a prospectus benefits from the passporting provisions under the PD, there are no similar provisions for equivalent documents. This means that it may be open to any ‘host’ competent authority to challenge such a document as not being equivalent” (FSA, *UKLA Publications – List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.) (www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list_no10_june05.pdf), 4-5).

probleem is met betrekking tot het feit dat de lidstaat van herkomst het informatiedocument goedkeurt, zou CESR de geharmoniseerde inhoud kunnen bepalen van dergelijk document. Aan het goedgekeurd informatiedocument kan dan een Europees paspoort worden gegeven. Met uitzondering van eventuele vertalingen, zal in het hierboven gegeven voorbeeld het door de FSA goedgekeurd document ook werking moeten hebben in Frankrijk en in alle andere lidstaten waar de vrijgestelde aanbieding plaats zou vinden.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

*De prospectusplicht geldt niet voor aanbieding aan het publiek van de volgende categorieën effecten: [...] b) effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, **ongeacht het daarop toepasselijke recht**²⁷²⁶, mits een document beschikbaar is dat volgens ~~de bevoegde autoriteit~~ **CESR** informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving.*

Dit informatiedocument wordt voorafgaand aan de aanbieding voorgelegd aan de bevoegde autoriteit, die de uitgevende instelling binnen een termijn van drie²⁷²⁷ werkdagen over de goedkeuring ervan in kennis stelt. Het informatiedocument krijgt na haar goedkeuring communautaire reikwijdte overeenkomstig het in Hoofdstuk IV van de Prospectusrichtlijn bepaalde en wordt vervolgens integraal beschikbaar gesteld op de CESR website.

691. DE INHOUDELIJKE VEREISTEN VAN HET INFORMATIEDOCUMENT. *De lege ferenda* kan verder overwogen worden of de inhoud van dergelijk informatiedocument kan worden afgestemd op de inhoudelijke vereisten van de samenvatting (alsook eventueel op het taalregime daarvan). Dit is evenwel een beleidskeuze die gemaakt moet worden, waarover onze studie op zich geen uitspraak kan doen. Dergelijke beleidskeuze zou o.i. evenwel drie voordelen opleveren : ten eerste kan aan de samenvatting de communautaire reikwijdte worden verbonden die volgt uit hoofdstuk IV van de Prospectusrichtlijn. Ten tweede kan men ook de regels inzake de taalregeling *mutadis mutandis* toepassen, waardoor desgevallend vertalingen kunnen worden geëist van het informatiedocument²⁷²⁸. Ten derde bereikt men aldus een vereenvoudiging door, in plaats van de huidige divergente regels inzake informatiedocumenten, de regels inzake samenvattingen toe te passen.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

CESR heeft de keuze om dit informatiedocument gelijk te stellen aan een samenvatting van de verrichting overeenkomstig artikel 5 en Bijlage I van de Prospectusrichtlijn.

²⁷²⁶ Zoals gezegd, is het aanbevolen te specificeren dat deze vrijstelling geldt ongeacht het toepasselijk vennootschapsrecht (cf. de toevoeging door de Franse wetgever). Immers, het recht van de lidstaat van herkomst hoeft niet noodzakelijk gelijk te zijn aan het op de uitgevende instelling toepasselijk vennootschapsrecht.

²⁷²⁷ Uiteraard kan voorzien worden in een langere termijn. Dit is in wezen een beleidsoptie, hoewel een korte termijn kan bijdragen tot de verhoging van de efficiëntie van de intermediatie.

²⁷²⁸ Art. 19.3 Prospectusrichtlijn, *in fine* : “De bevoegde autoriteit van een lidstaat van ontvangst mag alleen verlangen dat de in artikel 5, lid 2, bedoelde samenvatting in de officiële ta(a)l(en) van de betrokken lidstaat wordt vertaald”.

4.3.3. Derde categorie : Fusie

692. SITUERING. De derde effectenvrijstelling behelst “effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie”²⁷²⁹. Er dient eveneens een document beschikbaar²⁷³⁰ te zijn “dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving”²⁷³¹. De vrijstelling is daarom opnieuw *niet volledig* : zelfs indien de vrijstelling van toepassing is, moet een bijkomende informatieverstrekking worden nageleefd. Hierboven bleek, na een analyse van de onderzochte jurisdicties, dat tegengestelde standpunten bestaan omtrent het *automatisch* karakter van dergelijke vrijstellingen, en met name de vraag of deze informatieverstrekking op voorhand moet worden gecontroleerd of goedgekeurd door de toezichthoudende overheid, of niet. We verwijzen naar de discussie hierboven (cf. 4.3.2); de aldaar gemaakte analyse geldt ook hier.

693. CESR *FREQUENTLY ASKED QUESTIONS*. In september 2007 heeft CESR zich erover uitgesproken dat de vrijstelling van toepassing is op alle types van fusies én splitsingen waarbij een openbare aanbieding plaatsvindt en waarbij gelijkaardige informatie dient te worden gepubliceerd onder het toepasselijke (vennootschaps)recht²⁷³².

694. DE OMZETTING IN BELGIË. Volgens de Prospectuswet geldt deze effectenvrijstelling voor “effecten die worden toegewezen bij een fusie of als tegenprestatie voor een inbreng anders dan in geld”²⁷³³, en dit op voorwaarde dat informatie beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden die door de CBFA als gelijkwaardig wordt beschouwd aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen. Er zijn drie opmerkingen te maken. Ten eerste bepaalt de Prospectuswet dat de vrijstelling geldt voor “toegewezen” effecten, terwijl de Prospectusrichtlijn het heeft over “aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen” effecten. Het is niet duidelijk wat precies bedoeld wordt met “toewijzing”²⁷³⁴. Verschillende bepalingen van de Prospectusrichtlijn – en de Prospectuswet – maken immers een onderscheid tussen “toewijzingen” en “aanbiedingen”²⁷³⁵. Maar wat is het precieze verschil

²⁷²⁹ Cf. Art. 4.1.c Prospectusrichtlijn.

²⁷³⁰ Het gelijkwaardig document dient “beschikbaar” te zijn, en niet, zoals bij andere effectenvrijstellingen “algemeen voor het publiek verkrijgbaar”. In de Nederlandse doctrine is dienaangaande opgemerkt dat “[h]et document hoeft niet algemeen verkrijgbaar te zijn. Voldoende is dat het beschikbaar wordt gesteld. Bedoeld zal zijn : actief beschikbaar wordt gesteld aan degenen tot wie de aanbieding is gericht” (J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1629).

²⁷³¹ Idem.

²⁷³² CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 18 : “CESR considers that the exemptions provided in Article 4.1 c) of the PD can be applied to any type of merger or de-merger where a public offer is made according to the Prospectus Directive and about which provision of similar information is required by national legislation”. Zie tevens EUROPESE COMMISSIE, *Fourth informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record*, 8 maart 2005 (7 p.), op 3 : “The group discussed whether the meaning of merger shall also cover de-mergers and other similar business transactions. The Commission considers that there is scope for flexibility in this particular issue. It invited Member States to consult national experts on company law on this issue. Where company law requires the provision of the same information in the case of a de-merger that is required in the case of a merger, then that would suggest that the two kinds of transaction should be treated in the same way for this purpose”.

²⁷³³ Art. 18, §1, d) Prospectuswet; eigen cursivering.

²⁷³⁴ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 200.

²⁷³⁵ Wat de Prospectusrichtlijn betreft, zie art. 4.1.c: “[...] effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”, art. 4.1.d: “[...] aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen [...]”, art. 4.1.e: “[...] worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”, art. 4.2.d: “[...] effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”, art. 4.2.e: “[...] aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen [...]”, art. 4.2.f: “[...] worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”. Wat de Prospectuswet betreft, zie art. 18 § 2, d “[...]effecten die worden aangeboden of

tussen deze twee noties? We komen hier verder op terug in 4.3.4. Ten tweede breidt de Prospectuswet deze vrijstelling uit tot “effecten [...] toegewezen [...] als tegenprestatie voor een inbreng anders dan in geld”. Dit gaat verder dan de fusie, waarvoor de vrijstelling volgens de Prospectusrichtlijn geldt. Aangezien de vrijstelling binnen het geharmoniseerd gebied valt, is de omzetting daardoor niet volledig correct. Ten derde bepaalt de Prospectuswet dat deze toewijzing een aanbieding moet uitmaken²⁷³⁶. In de voorbereidende werken geeft de Belgische wetgever een verklaring: “Bij een fusie of een inbreng in natura is een vrijstelling van de prospectusplicht in het kader van een openbare aanbieding natuurlijk enkel gerechtvaardigd als de verrichting een openbare aanbieding inhoudt, wat veronderstelt dat elke aandeelhouder de mogelijkheid heeft om individueel te beslissen om al dan niet op de aanbieding in te gaan. Welnu, wat de Belgische vennootschappen betreft, gaan een fusie en een inbreng in natura niet gepaard met een openbare aanbieding in zoverre die verrichtingen bindend zijn voor alle aandeelhouders wanneer de algemene vergadering (of eventueel de raad van bestuur als de kapitaalverhoging gebeurt in het kader van het toegestaan kapitaal) heeft beslist ertoe over te gaan”²⁷³⁷. Niettemin stelt de Belgische wetgever dat het toch mogelijk is dat fusies of inbrengen in natura waarbij buitenlandse vennootschappen betrokken zijn, aanleiding geven tot een openbare aanbieding op het Belgische grondgebied. Het is, aldus de wetgever, “precies in die hypothese dat de voorziene vrijstelling haar volle betekenis krijgt”²⁷³⁸.

695. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Vergeleken met de Belgische Prospectuswet blijft de Nederlandse wetgever dichter bij de tekst. Enkel wordt toegevoegd dat de effectenvrijstelling ook geldt in het geval van splitsingen. De vrijstelling geldt met name voor “effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie of splitsing, indien een document beschikbaar is dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die het prospectus bevat”²⁷³⁹. In de voorbereidende werken is verduidelijkt dat dit geldt voor een fusie of een splitsing in de zin van respectievelijk art. 2:309 en art. 2:334a van het BW²⁷⁴⁰. Maar ook fusies en splitsingen naar het recht van een andere lidstaat vallen hieronder²⁷⁴¹.

696. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Het *règlement général* bepaalt eveneens dat de vrijstelling niet alleen geldt voor fusies, maar ook voor splitsingen en een inbreng van activa²⁷⁴². In de hierboven reeds

toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”, art. 18 § 2, e “[...] aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”, art. 18 § 2, f “[...] worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn [...]”.

²⁷³⁶ Art. 18, §1, d) Prospectuswet: “[...] op voorwaarde dat die verrichtingen een aanbieding impliceren [...]”. Zie tevens Memorie van Toelichting Prospectuswet, 41.

²⁷³⁷ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 41. Vgl. tevens CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005, 5: “Dans un autre domaine, mais dans le même ordre d’idées, la communication d’une documentation relative à un projet de fusion accompagnant (ou annexé à) la convocation pour une assemblée générale statuant sur le projet de fusion ne constitue en principe pas non plus une offre au public des valeurs mobilières de la société absorbante ou de la société nouvellement créée aux actionnaires de la société absorbée, mais devra dans la plupart des cas être analysée en termes de mise à disposition d’informations dans le cadre de la sollicitation d’un vote”.

²⁷³⁸ Idem, 41.

²⁷³⁹ Cf. Artikel 5:3.2.c Wet Financieel Toezicht.

²⁷⁴⁰ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 565. Dit is evenwel bekritiseerd door J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1629, waarin gesteld wordt dat: “[t]oekenning van aandelen bij een Nederlandse fusie (art. 2:309 BW) of splitsing (art. 2:334a BW) past niet binnen de definitie van ‘aanbieden’, zodat de uitzondering daarvoor zonder belang is [...]. De wetsgeschiedenis noemt echter de fusie en splitsing van aandelen als voorbeelden van toepassing van de uitzondering [...]”.

²⁷⁴¹ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr. 19, 565.

²⁷⁴² Cf. art. 212-4, 3° *Règlement général* (“Les instruments financiers offerts, attribués ou devant être attribués, à l’occasion d’une fusion, d’une scission ou d’un apport d’actifs lorsque l’émetteur a rendu disponible un document, soumis au contrôle de l’AMF, comprenant des

vermelde *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005 heeft de AMF specifieke richtsnoeren gegeven voor deze vrijstelling²⁷⁴³. Een onderscheid moet gemaakt worden tussen de situatie waarbij in het kader van een fusie of een inbreng van activa de uitgegeven of overgedragen financiële instrumenten minder of meer dan 10% van de financiële instrumenten van dezelfde categorie uitmaken die reeds zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. In het eerste geval moet de uitgevende instelling enkel een bericht opstellen en publiek maken met betrekking tot (i) het aantal en de aard van de financiële instrumenten en (ii) de beweegredenen voor en de modaliteiten van de verrichting²⁷⁴⁴. Dit bericht moet bovendien voorafgaandelijk worden meegedeeld aan de AMF en aan de algemene vergadering der aandeelhouders die moet beraadslagen omtrent de toelating van de verrichting²⁷⁴⁵. Ook zal dit bericht beschikbaar worden gesteld op de website van de AMF en op de website van de uitgevende instelling²⁷⁴⁶. In het tweede geval zal de uitgevende instelling een document moeten opstellen volgens de Bijlage II van de *instruction n° 2005-11*²⁷⁴⁷. De informatievereisten van Bijlage II zijn bijzonder verregaand²⁷⁴⁸.

697. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. De *Prospectus Rules* nemen andermaal quasi-letterlijk de bewoordingen van de Prospectusrichtlijn over : “transferable securities offered, allotted or to be allotted in connection with a merger, if a document is available containing information which is regarded by the FSA as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation”²⁷⁴⁹. Net zoals in de Prospectusrichtlijn, is deze vrijstelling enkel beperkt tot fusies.

698. DE OMZETTING IN DUITSLAND. Hetzelfde geldt voor de Duitse omzetting, die eveneens bijna letterlijk de Prospectusrichtlijn omzet : “Wertpapiere, die anlässlich einer Verschmelzung angeboten oder zugeteilt werden oder zugeteilt werden sollen, sofern ein Dokument verfügbar ist, dessen Angaben denen des Prospekts gleichwertig sind”²⁷⁵⁰.

699. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST EN POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. De uitbreiding van de vrijstelling naar splitsingen of inbrengen, die uit de diverse omzettingswetten – met name de Belgische, Nederlandse en Franse omzettingswetten – blijkt, toont bovendien aan dat de vrijstelling zoals geformuleerd in de Prospectusrichtlijn wellicht te beperkt

renseignements équivalant à ceux qui doivent figurer dans le prospectus”). Voor wat betreft de goedkeuring door de AMF van het informatiedocument, wordt verwezen naar de analyse in 4.3.2.

²⁷⁴³ AMF, *instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne.

²⁷⁴⁴ Art. 12 van de *instruction n° 2005-11*.

²⁷⁴⁵ Idem. Meer precies heeft de uitgevende instelling een keuze : “[...] préalablement à l'assemblée générale des actionnaires appelée à autoriser l'opération ou, au plus tard, le jour de la réunion de l'organe d'administration décidant de l'émission des instruments financiers concernés”.

²⁷⁴⁶ Idem.

²⁷⁴⁷ Zie tevens art. 12 *instruction n° 2005-11* : “Le dossier accompagnant le projet de document déposé auprès de l'AMF comprend les documents mentionnés aux 1°, 2°, 5°, 6°, 7°, 8° et 13° de l'article 1er. Il comprend également la convention d'apport, le traité de fusion, les projets de résolutions soumises aux assemblées générales appelées à ratifier ces apports ou à approuver la fusion, la délibération du conseil d'administration ou du directoire et, le cas échéant, les rapports des commissaires aux apports ou à la fusion ainsi qu'une copie des publications légales correspondantes s'il y a lieu”.

²⁷⁴⁸ Bijlage II van de *instruction n° 2005-11* : “Chapitre Ier - Renseignements sur l'opération et ses conséquences (Aspect économique de la fusion (de la scission ou de l'apport d'actifs) [...] Aspects juridiques de l'opération [...] Comptabilisation des apports [...] Rémunération des apports [...] Conséquences); Chapitre II - Présentation du bénéficiaire des apports; Chapitre III - Pro forma; Chapitre IV - Présentation de la société absorbée ou des actifs apportés (Renseignements généraux [...] Renseignements de caractère général concernant le capital [...] Renseignements relatifs à l'activité de l'émetteur [...] Renseignements financiers [...] Renseignements concernant l'évolution récente de la société”.

²⁷⁴⁹ Cf. Rule 1.2.2(3) *Prospectus Rules*.

²⁷⁵⁰ Abschnitt 1, §4(1), 3 *Wertpapierprospektgesetz*. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

is. Het verdient daarom aanbeveling *de lege ferenda* te overwegen om de vrijstelling uit te breiden naar splitsingen en inbrengen van activa. Opnieuw is het o.i. eveneens aanbevolen te specificeren dat deze vrijstelling geldt ongeacht het toepasselijk vennootschapsrecht. Immers, het recht van de lidstaat van herkomst hoeft niet noodzakelijk gelijk te zijn aan het op de uitgevende instelling toepasselijk vennootschapsrecht. Voor het overige wordt verwezen naar de uitgebreide discussie hierboven; het Europees paspoort dat *de lege ferenda* in 4.3.2 werd voorgesteld, zou eveneens moeten worden uitgebreid naar deze vrijstellingsgrond²⁷⁵¹ (om herhaling te vermijden, wordt dit niet toegevoegd aan de tekst van het voorstel hieronder; we verwijzen naar het tekstvoorstel in 4.3.2). Op basis van deze elementen, kan het volgende voorstel worden geformuleerd.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

*De prospectusplicht geldt niet voor aanbieding aan het publiek van de volgende categorieën effecten: [...] effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie, **splitsing of inbreng van activa, ongeacht het daarop toepasselijk recht, mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit CESR informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving.***

4.3.4. Vierde categorie : Kosteloze aanbieding of uitreiking

700. SITUERING. De vierde effectenvrijstelling geldt voor “aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders”²⁷⁵². De vrijstelling geldt ook voor “dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan de dividenden worden betaald”²⁷⁵³. Deze vierde effectenvrijstelling vereist eveneens dat een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding; de vrijstelling is met andere woorden *niet volledig*. De vragen die in verband met het al dan niet *automatisch* karakter rijzen – moet dit informatiedocument op voorhand worden gecontroleerd of goedgekeurd door de toezichthoudende overheid, of niet? – kwamen in de randnummers hierboven reeds aan bod; de aldaar gemaakte analyse geldt ook hier onverkort.

701. CESR *FREQUENTLY ASKED QUESTIONS*. In juli 2006 heeft CESR zich uitgesproken omtrent de vraag – in de marge van deze vrijstelling – of een kosteloze (“gratis”) aanbieding van aandelen aan het publiek wel of niet een aanbieding is aan het publiek. CESR stelde in dat verband : “Offers of free shares, where the recipient decides whether to accept the offer, are properly regarded as an offer for zero consideration. As such, they would fall within the excluded offers under Article 1.2 h), but are also subject to the exemption for offers of less than 100.000 EUR so no prospectus can be required. This analysis does not prevent competent authorities from assessing whether an offer presented as an offer of free shares in fact disguises a “hidden” consideration. However, the Commission Services take the view that in most cases where free shares are offered in the context of an employee share scheme, where shares are not offered in lieu of remuneration that the employee would otherwise receive, it would be incorrect to find “hidden” consideration in the employment relationship, for example by claiming that the employees would have a higher salary if an equity participation scheme were not available to them. Such reasoning would be speculative, and the “hidden” consideration difficult to prove, let alone

²⁷⁵¹ De onduidelijkheid of een bepaalde verrichting die in de ene lidstaat geniet van deze vrijstelling, ook in andere lidstaten vrijgesteld is, heeft immers potentieel een negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediaat.

²⁷⁵² Art. 4.1.d Prospectusrichtlijn.

²⁷⁵³ Idem.

quantify. However, if the shares are expressly offered in the place of quantifiable financial benefits in another form, then it might be appropriate to identify consideration to the value of the benefits that the employee would otherwise have been entitled to receive”²⁷⁵⁴.

702. DE OMZETTING IN BELGIË. Op het eerste gezicht heeft de Belgische wetgever deze vierde effectenvrijstelling gedeeltelijk omgezet. Zo geldt de vrijstelling van art. 18, §1, d Prospectuswet slechts voor “dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde categorie als de aandelen uit hoofde waarvan de dividenden worden betaald, op voorwaarde dat een document beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden dat informatie bevat over het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding”²⁷⁵⁵. Daarmee wordt slechts een deel van de vrijstelling van de Prospectusrichtlijn omgezet : wat met de “aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders”? Een antwoord op deze vraag vindt men niet in art. 18, §1 Prospectuswet, dat de effectenvrijstellingen regelt, maar in artt. 3, §3 en 73 Prospectuswet. Luidens art. 3, §3 Prospectuswet is immers “een kosteloze toewijzing van beleggingsinstrumenten geen aanbieding”²⁷⁵⁶ – hetgeen dus ingaat tegen het door CESR in juli 2006 ingenomen standpunt. De wetgever stipte in de voorbereidende werken aan dat het bij dergelijke kosteloze toewijzingen niet gaat om aanbiedingen tot verkoop of inschrijving²⁷⁵⁷. Bijgevolg zullen de kosteloze toewijzingen van aandelen aan aandeelhouders of de kosteloze toewijzingen van warrants of aandelenoptiecontracten aan personeelsleden niet worden beschouwd als openbare aanbiedingen²⁷⁵⁸.

703. KRITISCHE OPMERKINGEN. Wij hebben reeds gesteld dat vanuit de praktijk dergelijke uitsluiting is toe te juichen, maar dat niettemin drie belangrijke bedenkingen kunnen gemaakt worden bij de Belgische omzetting²⁷⁵⁹. Ten eerste is het opnieuw niet geheel duidelijk wat in de Belgische Prospectuswet precies bedoeld wordt met “toewijzing”²⁷⁶⁰. Artikel 4.1.d Prospectusrichtlijn verwijst uitdrukkelijk naar “aandelen die kosteloos worden *aangeboden* of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn” (eigen cursivering)²⁷⁶¹. Zowel art. 3, §3 als art. 73 Prospectuswet verwijzen echter *enkel* naar “kosteloze toewijzingen” en *niet* naar “kosteloze aanbiedingen”. O.i. zijn dienaangaande twee stellingen mogelijk. Ofwel bestaat naar Belgisch recht geen terminologisch verschil tussen “aanbiedingen” en “toewijzingen” en bijgevolg is de Prospectuswet onnauwkeurig door deze termen door mekaar te haspelen. Ofwel bestaat naar Belgisch recht wel een terminologisch verschil tussen “aanbiedingen” en “toewijzingen” en blijkt de Prospectuswet bijgevolg strijdig te zijn met de Prospectusrichtlijn : immers, in dat geval zou het mogelijk zijn “kosteloze aanbiedingen” te doen, die toch als openbare aanbiedingen gelden – het zijn immers geen uitgesloten “kosteloze toewijzingen” – maar waarvoor geen vrijstelling geldt. O.i. dringt zich een richtlijnconforme interpretatie op : de “kosteloze toewijzing”, waarnaar verwijzing in artt. 3, §3 als 73 Prospectuswet, omvat “aandelen die kosteloos worden *aangeboden* of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn” (cf. art. 4.1.d Prospectusrichtlijn). Deze stelling sluit naar onze mening ook het dichtst aan bij de Memorie van Toelichting²⁷⁶². Maar er is bovendien een tweede, meer

²⁷⁵⁴ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 7.

²⁷⁵⁵ Cf. art. 18, §1, e) Prospectuswet

²⁷⁵⁶ Art. 3, §3 Prospectuswet.

²⁷⁵⁷ Memorie van Toelichting Prospectuswet, 28.

²⁷⁵⁸ *Idem*, 28.

²⁷⁵⁹ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 200.

²⁷⁶⁰ *Idem*, 200.

²⁷⁶¹ Zie tevens art. 18 § 2, e) en f) Prospectuswet.

²⁷⁶² Memorie van Toelichting Prospectuswet, 85 : “De kosteloze toewijzingen van aandelen zijn geen aanbiedingen, zoals duidelijk wordt geponeerd in artikel 3, § 3, van deze wet. *In het vooruitzicht van de omzetting van artikel 4. 1, d), van de Prospectusrichtlijn* dient deze wet echter te bepalen dat, wanneer een uitgevende instelling aandelen kosteloos wil toewijzen aan haar aandeelhouders en zij in dat verband een voldoende nauwkeurige mededeling verricht over de kosteloos toegewezen aandelen, zij een document beschikbaar moet stellen voor de begunstigden met informatie over het aantal en de aard van de betrokken beleggingsinstrumenten en de redenen voor en de bijzonderheden van

fundamentele bedenking te maken. De uitsluiting is mogelijk, aldus de wetgever, aangezien zulke kosteloze toewijzigingen immers niet het karakter hebben van aanbiedingen tot verkoop of inschrijving²⁷⁶³. Als we de voorbereidende werken letterlijk lezen, reduceert de wetgever daarmee “openbare aanbiedingen” tot aanbiedingen tot verkoop of inschrijving. Dat lijkt evenwel in strijd met de Prospectusrichtlijn. Kosteloze toekenningen zijn in de Prospectusrichtlijn wel degelijk openbare aanbiedingen – het kosteloze karakter kan enkel, onder voorwaarden, aanleiding geven tot een prospectusvrijstelling en mits een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding. Ten derde moet, luidens artikel 73 Prospectuswet – dat het eerste gedeelte van art. 4.1.d van de Prospectusrichtlijn omzet – indien er op het Belgische grondgebied, in om het even welke vorm en met om het even welk middel, een *mededeling over de kosteloze toewijzing van beleggingsinstrumenten* wordt verricht door de uitgevende instelling of door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten toe te wijzen, en deze mededeling voldoende informatie²⁷⁶⁴ bevat over de toewijzingsvoorwaarden en over de toe te wijzen beleggingsinstrumenten, voor de begunstigden een document beschikbaar worden gesteld dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de betrokken beleggingsinstrumenten en de redenen voor en de modaliteiten van hun toewijzing. De informatie die in een dergelijk informatiedocument ter beschikking moet worden gesteld, moet in het Nederlands, het Frans of het Duits zijn opgesteld, of in een taal die gangbaar is in internationale financiële kringen en door de CBFA wordt aanvaard (lees: Engels). Op de verplichting om een informatiedocument op te stellen, zijn volgens art. 73 Prospectuswet drie uitzonderingen voorzien: een dergelijk informatiedocument zal niet beschikbaar moeten worden gesteld indien de beleggingsinstrumenten uitsluitend worden toegewezen aan gekwalificeerde beleggers, indien de beleggingsinstrumenten worden toegewezen aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn, en/of indien de beleggingsinstrumenten die worden toegewezen een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 EUR hebben²⁷⁶⁵. In zijn advies vroeg de Raad van State zich af waarom artikel 3.2.e Prospectuswet – namelijk de safe harbour voor een aanbieding met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR – niet in het voorontwerp was overgenomen²⁷⁶⁶. Deze opmerking werd door de wetgever verworpen, gezien bij een kosteloze toewijzing het totaalbedrag per definitie gelijk aan nul zal zijn²⁷⁶⁷. Dienaangaande kunnen niettemin twee opmerkingen worden gemaakt²⁷⁶⁸. Ten eerste valt het te betwijfelen of de wetgever in zijn antwoord gelijk heeft. De vrijstelling van artikel 3.2.e Prospectusrichtlijn geldt immers niet voor een aanbieding voor een totaalbedrag van 100.000 EUR, maar voor een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 EUR²⁷⁶⁹. Het is precies deze nuance die in de Prospectuswet

hun toewijzing. *Om redenen van coherentie, wordt voorgesteld om die verplichting uit te breiden tot alle beleggingsinstrumenten, in plaats van ze te beperken tot aandelen, en tot alle types begunstigden, in plaats van ze te beperken tot de bestaande aandeelhouders*” (eigen cursivering).

²⁷⁶³ M.v.T. Prospectuswet, 28.

²⁷⁶⁴ In de memorie van toelichting wordt gesproken van een “voldoende nauwkeurige mededeling verricht over de kosteloos toegewezen aandelen” (M.v.T. Prospectuswet, 85).

²⁷⁶⁵ Art. 73 § 1, tweede lid Prospectuswet. Deze uitzonderingen komen in feite overeen met de safe harbours van art. 3 § 2 eerste lid, a, b en d Prospectuswet.

²⁷⁶⁶ Advies van de Raad van State nr. 39.529/2 van 4 januari 2006, M.v.T. Prospectuswet, 204-223, 222.

²⁷⁶⁷ Dit werd toegelicht als volgt: “Daarentegen heeft de Regering het, niettegenstaande de opmerking die de Raad van State in zijn advies heeft geformuleerd, niet nodig bevonden om aan deze opsomming ook het criterium toe te voegen als bedoeld in artikel 3.2.e) van de Richtlijn aangezien dit betrekking heeft op het totaalbedrag van de aanbieding. Bij een kosteloze toewijzing van beleggingsinstrumenten is dit criterium immers niet relevant omdat het totaalbedrag van de aanbieding nul is. Een aanbieding van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000” (M.v.T. Prospectuswet, 85).

²⁷⁶⁸ J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 201.

²⁷⁶⁹ Onder de Prospectusrichtlijn kan een kosteloze toewijzing van effecten immers een volledige vrijstelling genieten indien de totale tegenwaarde van deze effecten

verloren is gegaan²⁷⁷⁰. Bovendien is dit een situatie die bij K.M.O.'s niet zelden in de praktijk kan voorkomen, temeer gezien de 100.000 EUR een cumulatieve drempel is die geldt voor alle aanbiedingen tijdens een geheel jaar²⁷⁷¹. Ten tweede raakte de Raad van State met zijn opmerking in wezen een meer fundamenteel punt, namelijk waarom het nodig was om de heldere structuur van artikelen 3 en 4 van de Prospectusrichtlijn op dergelijke nodeloos ingewikkelde wijze om te zetten. De Belgische wetgever trachtte enerzijds verder te gaan dan de Prospectusrichtlijn (door de kosteloze toewijzing bij wet een niet-openbaar karakter te geven – zie hierboven) en anderzijds vast te houden aan de vereisten van de Prospectusrichtlijn (de wetgever was daartoe verplicht), met als gevolg een – in de memorie van toelichting impliciet onderkende²⁷⁷² – op zijn minst gezegd “complexe” wisselwerking tussen artikelen 3, 18 en 73 van de Prospectuswet.

704. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Deze “complexe” wisselwerking tussen artikelen 3, 18 en 73 van de Belgische Prospectuswet staat in schril contrast met de bijna letterlijke omzettingen in de andere onderzochte jurisdicties. Zo voegt de Nederlandse wetgever enkel toe dat deze vrijstelling ook certificaten van aandelen omvat²⁷⁷³. Volgens de Wet Financieel Toezicht zullen “aandelen of certificaten van aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel zullen worden toegewezen aan aandeelhouders, en dividenden die worden uitgekeerd in de vorm van aandelen of certificaten daarvan van dezelfde categorie of klasse als de waardebewijzen waarop de dividenden worden uitgekeerd, indien een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat over het aantal aangeboden waardebewijzen, de kenmerken van de waardebewijzen, de redenen voor de aanbieding en de bijzonderheden daarvan”²⁷⁷⁴.

705. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Ook de AMF heeft de vrijstelling bijna letterlijk omgezet in het *règlement général*²⁷⁷⁵. Art. 13 van de *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005 geeft bovendien meer duidelijkheid over het informatiedocument dat, volgens het *règlement général*, ter beschikking moet worden gesteld van alle belanghebbenden²⁷⁷⁶: om gebruik te kunnen maken van de vrijstelling moet de uitgevende instelling op de maatschappelijke zetel en op zijn website (indien toepasselijk) een informatiedocument beschikbaar stellen. Dit informatiedocument moet de informatie bevatten die is

minder dan 100.000 euro is; dergelijke volledige vrijstelling geldt evenwel niet indien de totale tegenwaarde dat bedrag overschrijdt.

²⁷⁷⁰ Met name in art. 73 Prospectuswet. Zie tevens J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210, 201.

²⁷⁷¹ Zie art. 3.2.e Prospectusrichtlijn, omgezet in de Belgische Prospectuswet als volgt: “De drempel van 100.000 voor de totale tegenwaarde van een aanbieding

bedoeld in § 2, eerste lid, e) [...] moeten worden berekend over een periode van twaalf maanden” (art. 3 § 5).

²⁷⁷² De wetgever stelde zelf dat “[d]eze precisering moet elke mogelijke dubbelzinnigheid wegnemen die kan ontstaan als gevolg van artikel 73 van de wet, dat artikel 4.1, d), van de Prospectusrichtlijn omzet die vereisten oplegt met betrekking tot kosteloze toewijzingen” (M.v.T. Prospectuswet, 28).

²⁷⁷³ Zie daaromtrent de bespreking in 4.3.1 hierboven.

²⁷⁷⁴ Cf. Artikel 5:3.2.d Wet Financieel Toezicht. Zie tevens Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 565 : “In onderdeel d van het tweede lid is een uitzondering opgenomen voor aandelen die kosteloos worden aangeboden, toegewezen of zullen worden toegewezen aan de aandeelhouders, als dan niet bij wijze van dividenduitkering. Deze uitzondering is slechts van toepassing indien aan de volgende voorwaarden is voldaan. Ten eerste dienen de dividenden te worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde categorie of klasse. Daarnaast dient een document beschikbaar te worden gesteld”. Zie tevens J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1630 : “[o]mdat aandelen doorgaans moeten worden volgestort, en omdat de uitzondering mede ziet op stockdividend, lijkt het redelijk te veronderstellen dat ten minste aandelen die worden volgestort ten laste van de reserves van de uitgevende instelling, ‘kosteloos’ zijn aangeboden”.

²⁷⁷⁵ Cf. Article 212-4, 4° *Règlement général* : “Les actions offertes, attribuées ou devant être attribuées gratuitement aux actionnaires, ainsi que les dividendes payés sous forme d’actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, lorsque l’émetteur met à la disposition des intéressés un document comprenant des renseignements sur le nombre et la nature des instruments financiers ainsi que sur les motifs et les modalités de l’opération”.

²⁷⁷⁶ AMF, *instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l’information à diffuser en cas d’appel public à l’épargne.

uiteengezet in Bijlage III van de *instruction n° 2005-11*²⁷⁷⁷. Indien evenwel achteraf wordt gevraagd om deze aandelen toe te laten tot de verhandeling op een Franse gereguleerde markt (*marché réglementé français*), moet het informatiedocument bovendien als een communiqué beschikbaar worden gesteld op de website van de AMF, en dit ten laatste de dag van de vergadering van het bestuursorgaan dat beslist omtrent de toewijzing van de aandelen of de betaling van de dividenden²⁷⁷⁸.

706. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. De Engelse omzetting heeft de tekst van de Prospectusrichtlijn letterlijk omgezet²⁷⁷⁹.

707. DE OMZETTING IN DUITSLAND. De Duitse wetgever daarentegen heeft de vrijstelling geherformuleerd. Ten eerste is ervoor gekozen om in plaats van een verwijzing naar zowel “aanbieding” (anbieten) als “toewijzing” (zuteilen) enkel te verwijzen naar “aanbieding”²⁷⁸⁰. Ten tweede is de tekst van de Richtlijn (Aktien, die den vorhandenen Aktieninhabern unentgeltlich angeboten oder zugeteilt werden bzw. zugeteilt werden sollen) vervangen door “Aktien, die den Aktionären nach einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln angeboten werden”²⁷⁸¹. De vrijstelling is met andere woorden uitgebreid van kosteloze aanbiedingen naar alle aanbiedingen die aan aandeelhouders via vennootschapsmiddelen worden aangeboden²⁷⁸².

708. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST EN POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. De Belgische Prospectuswet vormt de uitzondering op de regel : alle andere onderzochte jurisdicties zetten letterlijk deze vrijstelling om, met een – beperkte – uitzondering misschien voor de Duitse *Wertpapierprospektgesetz*. De Belgische wetgever ondubbelt echter de vrijstelling van art. 4.1.d Prospectusrichtlijn in twee afzonderlijke bepalingen (art. 18, §1.e Prospectuswet en resp. artt. 3, §3 en 73 Prospectuswet). De eerste bepaling volgt getrouw de Prospectusrichtlijn; de tweede bepaling echter – waardoor kosteloze toewijzingen geen “openbare aanbiedingen” zijn – gaat niet alleen verder dan, maar lijkt ook strijdig met, de Prospectusrichtlijn. Om dergelijke divergenties in de toekomst te neutraliseren, lijkt het ons eens te meer wenselijk dat deze technische criteria uniform zouden bepaald worden door CESR. Voor het overige wordt opnieuw verwezen naar de uitgebreide discussie hierboven (zie 4.3.2 en 4.3.3).

²⁷⁷⁷ Vergeleken met Bijlagen I en vooral Bijlage II, gaat Bijlage III relatief minder ver in het vereisen van informatie. De volgende informatie zal in het informatiedocument moeten worden vestrekt : “1. Nombre d'actions émises et parité en cas d'attribution gratuite d'actions; 2. Pourcentage du capital représenté par le nombre d'actions émises; 3. Motifs de l'opération; 4. Indiquer si les titres feront l'objet d'une demande d'admission sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation; 5. Date d'attribution ou date de mise en paiement et, le cas échéant, conditions auxquelles cette attribution est soumise; 6. Décrire la nature et la catégorie des instruments financiers offerts et/ou admis à la négociation; 7. Décrire les droits attachés aux instruments financiers, y compris toute restriction qui leur est applicable, et les modalités d'exercice de ces droits”.

²⁷⁷⁸ Art. 13 *instruction n° 2005-11*.

²⁷⁷⁹ Cf. Rule 1.2.2(4) *Prospectus Rules* : “shares offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which the dividends are paid, if a document is made available containing information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer”.

²⁷⁸⁰ Cf. Abschnitt 1, §4(1), 4 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁷⁸¹ Cf. Abschnitt 1, §4(1), 4 *Wertpapierprospektgesetz*.

²⁷⁸² Uit de voorbereidende werken blijkt echter dat de Duitse wetgever deze vrijstelling wenste te aligneren met art. 2.2.f Richtlijn 89/298/EEG. Zie *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30 : “Die auf Artikel 4 Abs. 1 Buchstabe d der Prospekttrichlinie beruhende Ausnahme von der Prospektspflicht nach Nummer 4 erfasst zum einen Aktien, die den Aktionären nach einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln angeboten werden. Diese Ausnahme ist mit § 4 Abs. 1 Nr. 4 Verkaufprospektgesetz vergleichbar. Die Bestimmung des Artikels 4 Abs. 1 Buchstabe d erste Alternative der Prospekttrichlinie orientiert sich an Artikel 2 Abs. 2 Buchstabe f der Richtlinie 89/298/EWG, der durch § 4 Abs. 1 Nr. 4 Verkaufprospektgesetz umgesetzt worden ist [...]” (eigen cursivering). Echter, ook art. 2.2.f Richtlijn 89/298/EEG verwees naar “aandelen die kosteloos aan houders van aandelen worden uitgereikt”.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

*De prospectusplicht geldt niet voor aanbieding aan het publiek van de volgende categorieën effecten: [...] aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders en dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan de dividenden worden betaald, mits een document beschikbaar wordt gesteld dat **volgens CESR** informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding.*

4.3.5. Vijfde categorie : Aanbieding of uitreiking door de werkgever

709. SITUERING. De vijfde en laatste effectenvrijstelling betreft werknemersparticipatieplannen. Deze vrijstelling heeft in de praktijk een groot belang. Zoals VAN BEEK opmerkt : “Het is [...] mijn ervaring dat relatief weinig echte pan-Europese aanbiedingen plaatsvinden. [...] Er is echter een categorie aanbiedingen die wel vaak een pan-Europees karakter heeft. [...] Het gaat hier om aanbiedingen van effecten aan werknemers [...]”²⁷⁸³. Deze vrijstelling is opnieuw tweeledig. Zo zijn vrijgesteld van prospectusplicht de “effecten die door de werkgever wiens effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten”²⁷⁸⁴. Daarnaast zijn eveneens vrijgesteld : effecten die door “een verbonden onderneming worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers”²⁷⁸⁵. Wederom is deze vrijstelling *niet volledig* : in beide gevallen moet een document beschikbaar worden gesteld “dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding”²⁷⁸⁶. Wat het *automatisch* karakter van de vrijstelling betreft – en met name de vraag of deze informatieverstrekking *op voorhand* moet worden gecontroleerd of goedgekeurd door de toezichthoudende overheid, of niet – verwijzen we andermaal naar de randnummers hierboven; de aldaar gemaakte analyse geldt ook hier.

710. CESR *FREQUENTLY ASKED QUESTIONS*. Verschillende problemen bestaan in de praktijk aangezien personeelsopties in het recht van de verschillende lidstaten vaak anders worden geanalyseerd – al dan niet als (verhandelbaar) “effect”²⁷⁸⁷ – hetgeen ertoe leidt dat een aanbieder van personeelsopties van lidstaat tot lidstaat zal moeten beoordelen of deze opties onder de prospectusregelgeving van die lidstaat vallen, en al dan niet vrijgesteld zullen zijn²⁷⁸⁸. Er kan worden opgemerkt dat in september 2007

²⁷⁸³ B. VAN BEEK, “Aanbiedingen van effecten aan werknemers onder de Prospectusrichtlijn”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 4, 68. Zie tevens K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn : Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4, 179, 181; A. NEDERVEEN en O.L.T. BARTEN, “Werknemersoptieplannen en de Wft”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 249 e.v.

²⁷⁸⁴ Art. 4.1.e Prospectusrichtlijn.

²⁷⁸⁵ Idem.

²⁷⁸⁶ Idem.

²⁷⁸⁷ C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.), 36 : “[N]iet-verhandelbare werknemersopties [zijn] geen effecten (immers niet verhandelbaar) [...]”. Zie tevens A. NEDERVEEN en O.L.T. BARTEN, “Werknemersoptieplannen en de Wft”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 249, 250-251.

²⁷⁸⁸ Zie B. VAN BEEK, “Aanbiedingen van effecten aan werknemers onder de Prospectusrichtlijn”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 4, 69. Zie vb. de Nederlandse AFM die de twee-aanbiedingenleer hanteert (hetgeen, kort gezegd, inhoudt dat de aanbieding van een personeelsoptie wordt beschouwd als een gelijktijdige aanbieding van twee effecten, namelijk de – in regel niet-overdraagbare – optie en het effect dat kan worden verkregen bij uitoefening van de optie) (idem, 68). Cf. K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn : Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4, 179, 181.

CESR zich heeft uitgesproken omtrent een aantal discussiepunten met betrekking tot deze vrijstelling²⁷⁸⁹, hoewel de toezichthoudende overheden van Duitsland en Polen afwijkende posities hebben ingenomen²⁷⁹⁰. In het evaluatierapport van juni 2007 werd echter door CESR zelf opgemerkt dat deze oplossing niet in alle gevallen werkbaar bleek²⁷⁹¹, en dat niet alle problemen waren aangepakt²⁷⁹².

711. DE OMZETTING IN BELGIË. De Prospectuswet zet deze vrijstelling op een ietwat vreemde, tweeledige manier om. Een eerste vrijstelling is een vrij getrouwe omzetting van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn. De vrijstelling geldt voor “effecten die door de werkgever van wie de effecten al tot de verhandeling op een gereguleerde markt zijn toegelaten, of door een met de werkgever verbonden onderneming worden aangeboden aan de voormalige of huidige bestuurders of werknemers, op voorwaarde dat een document beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden dat informatie bevat over het aantal en de aard van de aangeboden effecten en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding”²⁷⁹³. Vergeleken met de – bijna identieke – tekst van de Prospectusrichtlijn wordt door de Belgische wetgever verduidelijkt dat de “verbonden onderneming” (uiteraard) verbonden moet zijn met de werkgever. Anderzijds is het – na de discussie omtrent het terminologisch verschil tussen “toewijzingen” en “aanbiedingen” met betrekking tot de vierde effectenvrijstelling (cf. 4.3.4) – interessant op te merken dat de wettekst ditmaal enkel verwijst naar “aangeboden”, en niet “toegewezen”. Zoals hierboven opgemerkt, is het onduidelijk welke reikwijdte moet gegeven worden aan dit terminologisch onderscheid. De hierboven verdedigde richtlijnconforme interpretatie zorgt o.i. hier ook voor een bevredigende oplossing : de Belgische wetgever is terminologisch onnauwkeurig geweest, en de verwijzing naar “aangeboden” moet hier gelezen worden als “aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn”, conform art. 4.1.e Prospectusrichtlijn. Maar vreemd genoeg voegt de Prospectuswet hier een tweede, bijkomende vrijstelling aan toe²⁷⁹⁴. Deze – niet door de

²⁷⁸⁹ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 6 : “CESR members agreed that non-transferable options granted to employees do not fall under the Prospectus Directive as the Directive only applies to transferable securities (Article 2.1 a)). Concerning the exercise of non-transferable options in relation to employee share schemes, at the time of the conversion or exercise there is no public offer within the meaning of Article 2.1 d) of the Prospectus Directive since it is just the execution of a previous offer”. A. NEDERVEEN en O.L.T. BARTEN, “Werknemersoptieplannen en de Wft”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 249, 254 : “De bedoeling van CESR is geweest het toekennen van werknemersoptieplannen te faciliteren”.

²⁷⁹⁰ Zie vb. de Duitse positie : “The competent authority of Germany considers it is possible to structure non-transferable options granted to employees in a way that they do not fall under the Prospectus Directive. However, this does not mean that there is no public offer within the meaning of Article 2.1 d) of the Prospectus Directive with respect to the securities granted by these options. It rather depends on the circumstances of the case at what time the public offer of the securities granted by these options starts” (idem, op 7). Zie met betrekking met dergelijke voorbehouden : A. NEDERVEEN en O.L.T. BARTEN, “Werknemersoptieplannen en de Wft”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 249, 253-254.

²⁷⁹¹ CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 23, nr. 115. Zie tevens, voor een kritische opmerkingen met betrekking tot het door CESR ingenomen standpunt, K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn : Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4, 179, 181.

²⁷⁹² CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 23, nrs. 116 en 117. Zie tevens 24, nr. 121 : “CESR will assess whether further Level 3 work is appropriate and will also assess whether legislative action would be necessary. CESR also notes the work of the Commission Services in this area. In December 2006 the Commission services presented a paper to the European Securities Committee explaining the difficulties the [Prospectus Directive] is causing in relation to employee share schemes and setting out possible options for addressing this issue. This was followed by a survey of the views of ESC members, and the Commission Services are currently reviewing the responses to that survey”. Zie tevens CESR, *Public statement CESR starts work on Employee Share Scheme Prospectuses: European Commission's request to CESR for assistance on employees share schemes*, Ref. 07-825, 13 december 2007.

²⁷⁹³ Cf. art. 18, §1, f) Prospectuswet.

²⁷⁹⁴ Ter volledigheid kan worden aangestipt dat er ook drie bijkomende vrijstellingen bestaan die enkel gelden voor verrichtingen die buiten het geharmoniseerd gebied vallen. Het betreft ten eerste een vrijstelling voor aanbiedingen, waarvan de totale tegenwaarde minder dan

Prospectusrichtlijn voorziene – vrijstelling geldt voor “effecten die door een met de werkgever verbonden onderneming worden aangeboden aan de voormalige of huidige bestuurders of werknemers, *op voorwaarde dat die effecten tot dezelfde categorie behoren als de effecten die al tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zijn toegelaten [...]*” (eigen cursivering)²⁷⁹⁵. Ook hier moet een informatiedocument worden beschikbaar gemaakt²⁷⁹⁶. De vraag moet gesteld worden waarom de Prospectuswet deze bijkomende vrijstelling heeft voorzien. De wetgever merkt in de voorbereidende werken op dat “[d]e vrijstelling waarvan sprake [...] vindt haar oorsprong in de filosofie van de Prospectusrichtlijn zelf : zij viseert de hypothese waarbij de effecten worden aangeboden door een met de werkgever verbonden vennootschap (bijvoorbeeld zijn moedervenootschap) en waarbij het, in tegenstelling tot het vereiste bij § 1, f), niet de effecten van de werkgever zijn die tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, maar wel de effecten van de verbonden vennootschap”²⁷⁹⁷.

712. KRITISCHE BEDENKING. Ongeacht de *ratio legis* die is aangegeven in de voorbereidende werken moet de vraag worden gesteld wat deze “Belgische toevoeging” bijbrengt. De eerste vrijstelling betreft immers ofwel effecten aangeboden door een werkgever waarvan de effecten zijn toegelaten tot de gereglementeerde markt, ofwel effecten aangeboden door een met deze werkgever verbonden vennootschap. Er is in de vrijstelling niet bepaald dat het moet gaan om effecten van de genoteerde werkgever. Met andere woorden zullen – luidens de tekst van de Richtlijn en de Prospectuswet – effecten onder de vrijstelling kunnen vallen indien zij *ofwel* door de werkgever worden aangeboden (wiens effecten zelf tot de gereglementeerde markt moet zijn toegelaten) *ofwel* door een met deze werkgever verbonden onderneming (wiens effecten kunnen, maar niet moeten, zijn toegelaten tot de gereglementeerde markt). In deze lezing – die overigens door de Engelse wetgever werd bevestigd (zie hieronder) – heeft de bijkomende vrijstelling geen enkele zin. Immers, indien aan de voorwaarden van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn wordt voldaan, valt een aanbieding van effecten van een met de werkgever verbonden onderneming onder de vrijstelling, ongeacht of de effecten van de verbonden onderneming al dan niet zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, en ongeacht of ze al dan niet tot dezelfde categorie behoren als de effecten die al tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zijn toegelaten. Dit betekent bovendien dat de Belgische toevoeging niet alleen onnodig is, maar ook onjuist : in de mate dat effecten worden aangeboden van een met de werkgever verbonden

2.500.000 euro bedraagt, van aandelen in coöperatieve vennootschappen die zijn erkend krachtens artikel 5 van de wet van 20 juli 1955 houdende instelling van een Nationale Raad voor de Coöperatie, voorzover de verwerving of het bezit van deze aandelen voor de houder als voorwaarde geldt om aanspraak te kunnen maken op de dienstverlening van deze coöperatieve vennootschappen (art. 18, §1, a) Prospectuswet). Ten tweede voorziet art. 18, §1, h) Prospectuswet in een vrijstelling voor effecten die door de werkgever of door een met hem verbonden onderneming worden aangeboden aan de voormalige of huidige bestuurders of werknemers, *op voorwaarde dat de totale tegenwaarde van de aanbieding minder dan 2.500.000 euro bedraagt*, dat die effecten tot dezelfde categorie behoren als de effecten die al zijn toegelaten tot de verhandeling op een regelmatig werkende en voor het publiek toegankelijke markt buiten de E.E.R, waarop aan de uitgevende instellingen gelijkwaardige verplichtingen inzake informatieverstrekking worden opgelegd als de verplichtingen die gelden op de gereglementeerde markten, en dat een document beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden dat informatie bevat over het aantal en de aard van de aangeboden effecten en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding). Hiermee beoogde de wetgever een bijkomende vrijstelling te creëren voor aanbiedingen aan het personeel of aan de bestuurders van effecten die tot de verhandeling op een niet-Europese markt zijn toegelaten, op voorwaarde dat die markt regelmatig werkt en voor het publiek toegankelijk is, dat de op die markt genoteerde vennootschappen soortgelijke verplichtingen inzake informatieverstrekking moeten naleven als de verplichtingen die gelden op de Europese gereglementeerde markten, en dat een informatiedocument beschikbaar wordt gesteld voor de belangstellenden (Memorie van Toelichting Prospectuswet, 42). Dit moet voor de wetgever de vennootschappen die bijvoorbeeld genoteerd zijn op de NYSE, in staat stellen aandelen aan te bieden aan de personeelsleden van hun Belgische dochters zonder een prospectus te moeten publiceren (idem). Ten derde voorziet art. 18, §1, i) Prospectuswet in een vrijstelling voor effecten die aan de werknemers worden aangeboden ter uitvoering van participatieplannen als bedoeld in de wet van 22 mei 2001 betreffende de werknemersparticipatie in het kapitaal en in de winst van de vennootschappen, *waarvan de totale tegenwaarde minder dan 2.500.000 euro bedraagt*.

²⁷⁹⁵ Cf. art. 18, §1, g) Prospectuswet.

²⁷⁹⁶ Meer in het bijzonder moet “een document beschikbaar wordt gesteld voor de belanghebbenden dat informatie bevat over het aantal en de aard van de aangeboden effecten en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding” (art. 18, §1, g) Prospectuswet).

²⁷⁹⁷ M.v.T. Prospectuswet, 41-42.

onderneming die niet zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (terwijl de effecten van de werkgever zelf toegelaten zijn tot de verhandeling op een gereglementeerde markt) niet zouden kunnen genieten van de vrijstelling, is dit o.i. strijdig met art. 4.1.e Prospectusrichtlijn (en met art. 18, §1, f Prospectuswet, dat immers art. 4.1.e Prospectusrichtlijn getrouw omzet). Om dit probleem op te lossen, gegeven de nood tot een richtlijnconforme interpretatie, en gegrond op de logica dat de vrijstellingen afzonderlijk van mekaar moeten kunnen worden toegepast, menen we dat art. 18, §1, f) Prospectuswet in dergelijk geval kan worden toegepast, ongeacht art. 18, §1, g) Prospectuswet. Hoewel met deze voorgestelde oplossing het probleem praktisch zou worden opgelost, rijst een andere vraag : waarom vond de wetgever deze – o.i. onnodige en onjuiste – “Belgische toevoeging” wenselijk – en dit als enige van de onderzochte jurisdicties? O.i. is een indicatie te vinden in de voorbereidende werken, en meer bepaald de hierboven geciteerde uitleg dat deze “Belgische toevoeging” toegepast wordt indien het, in tegenstelling tot het vereiste bij § 1, f), niet de effecten van de werkgever zijn die tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, maar wel de effecten van de verbonden vennootschap²⁷⁹⁸. Deze uitleg is bijzonder merkwaardig, want luidens de uitdrukkelijke tekst (in de Nederlandse, Franse, Engelse en Duitse taalversies) van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn alsook in de omzetting van deze bepaling in art. 18, §1, f) Prospectuswet is het niet relevant of de effecten van de verbonden vennootschap al dan niet zijn toegelaten. Een – en misschien de enige? – logische verklaring lijkt ons erin te bestaan dat de Belgische wetgever zich heeft geïnspireerd op de Franse omzettingenwerkzaamheden. Zoals hieronder zal worden aangetoond – en bekritiseerd – is in het Franse *règlement général* bepaald dat het de *aangeboden effecten zelf* zijn die tot de gereglementeerde markt in een lidstaat van de E.E.R. moeten zijn toegelaten. Indien de Prospectusrichtlijn op deze wijze is omgezet, kan de uitleg van de Belgische wetgever inderdaad zinvol zijn. Dit neemt niet weg dat, indien deze verklaring correct is, art. 18, §1, f) Prospectuswet nog meer absurd is, aangezien in de Prospectuswet deze (verkeerde) Franse omzetting niet werd gevolgd²⁷⁹⁹.

713. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Conform de Prospectusrichtlijn, voorziet de Wet Financieel Toezicht in een vrijstelling voor effecten die door een werkgever waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, of die door een met die werkgever in een groep verbonden rechtspersoon, vennootschap of instelling, worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders, huidige of voormalige leden van de raad van commissarissen of huidige of voormalige werknemers, indien een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat over het aantal aangeboden effecten, de kenmerken van de effecten, de redenen voor de aanbidding en de bijzonderheden daarvan²⁸⁰⁰. De Nederlandse wetgever heeft enkele preciseringen aangebracht vanuit een Nederlandse context. Zo wordt mede verwezen naar “commissarissen”²⁸⁰¹ en wordt het begrip “verbonden onderneming” vervangen door “verbonden rechtspersoon, vennootschap of instelling”²⁸⁰².

714. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. Het *règlement général* bepaalt dat de vrijstelling geldt voor “[l]es instruments financiers offerts, attribués ou devant être attribués aux administrateurs, aux

²⁷⁹⁸ M.v.T. Prospectuswet, 41-42.

²⁷⁹⁹ Zoals gezegd, is art. 18, §1, f) Prospectuswet immers een vrij getrouwe omzetting van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn.

²⁸⁰⁰ Artikel 5:3.2.e Wet Financieel Toezicht

²⁸⁰¹ Dergelijke verwijzing komt niet voor in de Prospectusrichtlijn. Zie J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1631.

²⁸⁰² Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 565 : “In onderdeel e van het tweede lid worden aanbiedingen van effecten die door een werkgever worden aangeboden, toegewezen of zullen worden toegewezen aan voormalige bestuurders, leden van de raad van commissarissen, of werknemers, uitgezonderd van het verbod. Deze bepaling is eveneens van toepassing voor zover een aanbidding (mede) gericht is tot voormalige werknemers, zo volgt uit de richtlijn prospectus. Ook deze uitzondering is gebonden aan twee voorwaarden. Ten eerste dienen er reeds effecten te zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt van dezelfde categorie of klasse als de effecten die worden aangeboden aan het publiek. Ten tweede dient een document beschikbaar te worden gesteld. Dergelijke documenten kunnen niet als een Europees paspoort worden gebruikt”.

mandataires sociaux mentionnés au II de l'article L. 225-197-1 du code de commerce ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur ou par une société liée lorsque ces instruments sont de la même catégorie que ceux déjà admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen²⁸⁰³ (eigen cursivering). Bovendien moet conform de Richtlijn een informatiedocument worden beschikbaar gesteld²⁸⁰⁴. Ten opzichte van de Franse taalversie van de Prospectusrichtlijn zijn twee verschillen merkbaar. De vrijstelling is enerzijds uitgebreid naar de *mandataires sociaux*. Anderzijds blijkt luidens de formulering van het *règlement général* – en anders dan de Franse taalversie van de Richtlijn – dat *aangeboden effecten zelf* tot de gereglementeerde markt in een lidstaat van de E.E.R. moeten zijn toegelaten. De Richtlijn daarentegen legt niet de vereiste op dat de *aangeboden effecten* tot de gereglementeerde markt in een lidstaat van de E.E.R. moeten zijn toegelaten : volgens de tekst van de Richtlijn kunnen ook *niet-genoteerde* effecten van een met de werkgever verbonden onderneming onder de vrijstelling vallen, op voorwaarde dat de effecten van de werkgever zelf tot de gereglementeerde markt zijn toegelaten²⁸⁰⁵ (zie ook hieronder; de omzetting in het Verenigd Koninkrijk). Art. 14 van de *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005 geeft bovendien meer duidelijkheid over het informatiedocument dat, volgens het *règlement général*, ter beschikking moet worden gesteld van belanghebbenden²⁸⁰⁶ : om gebruik te kunnen maken van de vrijstelling moet de uitgevende instelling aan alle belanghebbenden per post een informatiedocument toesturen, of dit anders op de maatschappelijke zetel beschikbaar stellen. In elk geval moet de uitgevende instelling dit document ook publiceren op zijn website (indien deze bestaat). Dit informatiedocument moet de informatie bevatten die is uiteengezet in Bijlage IV van de *instruction n° 2005-11*²⁸⁰⁷. Indien achteraf wordt gevraagd om deze aandelen toe te laten tot de verhandeling op een Franse gereglementeerde markt (*marché réglementé français*), moet het informatiedocument bovendien als een communiqué beschikbaar worden gesteld op de website van de AMF, en dit tussen de datum van de vergadering van het bestuursorgaan dat de relevante beslissing neemt en in principe het begin van de reservatieperiode²⁸⁰⁸.

715. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Dat laatste blijkt ook uit de tekst van *Prospectus Rules*, die opnieuw zeer nauwkeurig de tekst van de Richtlijn omzet. Zo geldt de vrijstelling voor : “transferable securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer which has transferable securities already admitted to trading or by an affiliated undertaking, if a document is made available containing information on the number and nature of the transferable securities and the reasons for and details of the offer”²⁸⁰⁹. Effecten zullen hier inderdaad onder de vrijstelling kunnen vallen indien zij ofwel door de werkgever worden aangeboden – wiens effecten zelf tot de verhandeling op een gereglementeerde markt moeten zijn toegelaten – ofwel door een met deze werkgever verbonden onderneming wiens effecten kunnen, maar niet moeten zijn toegelaten tot de gereglementeerde markt. In één van de documenten die werden opgesteld tijdens de

²⁸⁰³ Cf. art. 212-4, 5° *Règlement général*.

²⁸⁰⁴ Cf. art. 212-4, 5° *Règlement général* : “[...] l'émetteur met à la disposition des intéressés un document comprenant des renseignements sur le nombre et la nature des instruments financiers ainsi que sur les motifs et les modalités de l'opération”.

²⁸⁰⁵ De Franse taalversie van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn bepaalt immers dat : “[...] les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou par une société liée” (eigen cursivering).

²⁸⁰⁶ AMF, *instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne.

²⁸⁰⁷ De volgende informatie moet volgens Bijlage IV gegeven worden : “1. Nombre maximal d'actions pouvant être émises; 2. Motifs de l'offre; 3. Indiquer si les titres feront l'objet d'une demande d'admission sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation; 4. Décrire la nature et la catégorie des instruments financiers offerts et/ou admis à la négociation; 5. Décrire les droits attachés aux instruments financiers, y compris toute restriction qui leur est applicable, et les modalités d'exercice de ces droits; 6. Prix ou modalités de fixation du prix de souscription; 7. Montant total de l'offre; 8. Période de souscription”.

²⁸⁰⁸ Art. 14 *instruction n° 2005-11* : “Ce communiqué est diffusé entre la date de la réunion de l'organe de direction décidant l'attribution des instruments concernés ou l'augmentation de capital réservée aux salariés et le début de la période de réservation par les salariés ou, en l'absence d'une telle période, le jour de la réunion de l'organe de direction décidant l'opération”.

²⁸⁰⁹ Rule 1.2.2(5) *Prospectus Rules*.

voorbereiding van de Engelse omzetting gaf de FSA aan – zonder dat dit een officieel standpunt vormt – mogelijkwijze nog verder te gaan : “[...] the employer or the affiliated undertaking must have securities trading on a regulated market. For example, under this exemption, an offer may be made to the employees of a UK subsidiary by the third country parent company which has securities admitted to trading on a regulated market”²⁸¹⁰. Dit bevestigt enerzijds onze lezing van art. 4.1.e Richtlijn (vgl. hierboven; omzetting in Frankrijk). Anderzijds, uit het gegeven voorbeeld blijkt dat het ook voldoende zou zijn dat effecten van de verbonden onderneming toegelaten zouden zijn tot de gereguleerde markt, terwijl de effecten van de werkgever zelf (in het voorbeeld de UK subsidiary) niet toegelaten zouden zijn tot de gereguleerde markt. Dat lijkt o.i. in te gaan tegen de tekst van de Prospectusrichtlijn.

716. DE OMZETTING IN DUITSLAND. Buiten een herformulering – “Mitgliedern von Geschäftsführungsorganen” in plaats van “Führungskräften” – en precisering – “verbundenen Unternehmen im Sinne des § 15 des Aktiengesetzes” in plaats van “verbundenen Unternehmen” zet de Duitse wetgever de Richtlijn getrouw om²⁸¹¹. Ook hier blijft het onderscheid tussen effecten die ofwel door de werkgever worden aangeboden (wiens effecten zelf tot de gereguleerde markt moeten zijn toegelaten) ofwel door een met deze werkgever verbonden onderneming (waar niets bepaald is omtrent het al dan niet toegelaten zijn tot de gereguleerde markt).

717. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST EN POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt dat de meeste omzettingswetten getrouw de vrijstelling van de Prospectusrichtlijn hebben omgezet. Opnieuw zorgt de Belgische Prospectuswet voor een zekere divergentie. Vanuit het perspectief van maximalisatie van de harmonisatie, zou de Belgische toevoeging (art. 18, §1, g) Prospectuswet) best geschrapt worden, zodat art. 18, §1, f) Prospectuswet, dat een getrouwe weergave is van de vrijstelling zoals bepaald in de Richtlijn, ondubbelzinnig kan worden toegepast. Anderzijds dient, omwille van dezelfde reden, ook het Franse *règlement général* te worden aangepast. Zoals gezegd, lijkt deze immers af te wijken van de Prospectusrichtlijn. De fundamentele vraag hier is echter of deze divergenties relevant zijn in functie van de harmonisatietest. De vrijstelling beoogt werknemersparticipatieplannen makkelijker te maken; door het wegvallen van de prospectusplicht, kunnen werkgevers (en hun verbonden ondernemingen) immers goedkoper effecten aanbieden aan hun huidige en voormalige bestuurders en werknemers. De beleidsvraag zou daarom moeten luiden waarom enkel werkgevers *wiens effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten* kunnen genieten van dergelijke vrijstelling. Anders gezegd kan men de vraag stellen waarom deze vrijstelling niet bestaat voor kleine en middelgrote – of zelfs grote – ondernemingen die niet of nog “niet beursgenoteerd” zijn. Drie antwoorden en stellingnamen zijn o.i. te onderscheiden.

718. EERSTE ALTERNATIEF – BEHOUD VAN ART. 4.1.E PROSPECTUSRICHTLIJN IN ZIJN HUIDIGE VORM. Uiteraard zullen aanbiedingen in dergelijk geval niet zelden voor een totaal bedrag van minder dan 2.500.000 EUR gebeuren, waardoor de verrichting buiten het door de Prospectusrichtlijn geharmoniseerde gebied valt, en de nationale wetgevers bevoegd zijn om, indien zij dat willen, in een vrijstelling te voorzien. Zelfs indien art. 4.1.e Prospectusrichtlijn in zijn huidige vorm wordt behouden, verdient het o.i. de voorkeur dat het voor de toepassing van de vrijstelling voldoende is dat ofwel de effecten van de werkgever ofwel de effecten van de met de werkgever verbonden onderneming ofwel beide effecten moeten toegelaten zijn tot de verhandeling op een gereguleerde markt. De aanvang

²⁸¹⁰ FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 4.

²⁸¹¹ Cf. Abschnitt 1, §4(1), 5 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die derzeitigen oder ehemaligen Mitgliedern von Geschäftsführungsorganen oder Arbeitnehmern von ihrem Arbeitgeber, dessen Wertpapiere bereits zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, oder von einem verbundenen Unternehmen im Sinne des § 15 des Aktiengesetzes angeboten werden, sofern ein Dokument zur Verfügung gestellt wird, das Informationen über die Anzahl und die Art der Wertpapiere enthält und in dem die Gründe und die Einzelheiten zu dem Angebot dargelegt werden”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn zou bijgevolg geformuleerd kunnen worden als “effecten die door de werkgever of door een met de werkgever verbonden onderneming, indien de effecten van één of beiden van hen reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers [...]”.

719. TWEEDE ALTERNATIEF – AANPASSING EN UITBREIDING VAN ART. 4.1.E PROSPECTUSRICHTLIJN. Een tussenoplossing zou erin kunnen bestaan de vrijstelling ook uitdrukkelijk uit te breiden naar toelatingen tot de verhandeling op een gereguleerde markt (of een markt met soortgelijke verplichtingen) *buiten de E.E.R.* : “effecten die door de werkgever of door een met de werkgever verbonden onderneming, indien de effecten van één of beiden van hen reeds tot de handel op een gereguleerde markt, binnen of buiten de E.E.R., zijn toegelaten, worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers [...]”.

720. DERDE ALTERNATIEF – VOLLE UITBREIDING VAN ART. 4.1.E PROSPECTUSRICHTLIJN. We verwijzen terug naar de hierboven vermelde hypothese van de kleine en middelgrote – of zelfs grote – onderneming die niet of nog niet beursgenoteerd is. Het kan immers het geval zijn dat dergelijke onderneming wiens effecten niet of nog niet toegelaten zijn tot de verhandeling op een gereguleerde markt, toch effecten wil aanbieden aan zijn werknemers voor een bedrag van meer dan 2.500.000 EUR. Men zou om deze reden de voorwaarde dat er reeds een verhandeling op een gereguleerde markt moet zijn, *de lege ferenda* kunnen schrappen²⁸¹². Via deze regeling zou het aanbieden van werknemersparticipatie, ook in kleinere niet-beursgenoteerde bedrijven, optimaal gestimuleerd worden. Het is dit alternatief dat in het *de lege ferenda* voorstel hieronder is gereflecteerd. Voor het overige wordt opnieuw verwezen naar de uitgebreide discussie hierboven (zie 4.3.2 en 4.3.3).

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De prospectusplicht geldt niet voor aanbieding aan het publiek van de volgende categorieën effecten: [...] effecten die door de werkgever ~~wiens effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten~~, of door een verbonden onderneming worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers, mits een document beschikbaar wordt gesteld dat volgens CESR informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding.

4.4. TUSSENTIJDEN BESLUIT

In deze afdeling hebben we de vijf effectenvrijstellingen van art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. De eerste effectenvrijstelling betreft “aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse welke reeds zijn uitgegeven, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal”. Uit een rechtsvergelijkende analyse bleek dat deze eerste effectenvrijstelling geharmoniseerd is, en dat er geen omzettingsdivergenties zijn. De tweede effectenvrijstelling van de Prospectusrichtlijn is deze voor effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil. Dienaangaande zijn een aantal divergenties vastgesteld. *De lege ferenda* hebben we voorgesteld dat CESR de geharmoniseerde inhoud zou kunnen bepalen van het informatiedocument en dat aan het goedgekeurd informatiedocument een Europees paspoort wordt gegeven. De derde effectenvrijstelling behelst “effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel

²⁸¹² Vgl. CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), 23, nr. 118.

toe te wijzen zijn bij een fusie”. Gezien een aantal divergenties werden vastgesteld, is hier eveneens het *de lege ferenda* voorstel gedaan om deze vrijstelling uit te breiden met een inhoudelijke harmonisatie op CESR niveau en een Europees paspoort. De vierde effectenvrijstelling geldt voor “aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders”. *De lege ferenda* werd een soortgelijk voorstel gedaan als hierboven. De vijfde en laatste effectenvrijstelling betreft werknemersparticipatieplannen. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt dat de meeste omzettingswetten getrouw de vrijstelling van de Prospectusrichtlijn hebben omgezet. De Belgische Prospectuswet en het Franse *règlement général* zorgen evenwel voor een zekere divergentie. De fundamentele vraag hier is echter of deze divergenties relevant zijn in functie van de harmonisatietest. De vrijstelling beoogt werknemersparticipatieplannen makkelijker te maken : door het wegvallen van de prospectusplicht kunnen werkgevers (en hun verbonden ondernemingen) immers goedkoper effecten aanbieden aan hun huidige en voormalige bestuurders en werknemers. De beleidsvraag zou daarom moeten luiden waarom enkel werkgevers wiens effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, kunnen genieten van dergelijke vrijstelling. Anders gezegd, kan men de vraag stellen waarom deze vrijstelling niet bestaat voor ondernemingen die niet of nog “niet beursgenoteerd” zijn. We hebben dienaangaande *de lege ferenda* voorgesteld om art. 4.1.e Prospectusrichtlijn uit te breiden waarbij de voorwaarde dat er reeds een verhandeling op een gereguleerde markt moet zijn, geschrapt wordt. Via deze regeling zou het aanbieden van werknemersparticipatie, ook in kleinere niet-beursgenoteerde bedrijven, optimaal gestimuleerd worden.

AFDELING 5. ANALYSE VAN DE OMZETTING VAN DE VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN (ART. 4.2)

5.1. OPZET

721. ANALYSE VAN DE VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN. In deze afdeling gaan we in op de verhandelingsvrijstellingen van art. 4.2 van de Prospectusrichtlijn. Vervolgens analyseren we hoe deze vrijstellingsregeling is omgezet in de verscheidene onderzochte jurisdicties.

5.2. ANALYSE VAN DE VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN VAN DE PROSPECTUSRICHTLIJN

722. AARD VAN DE VRIJSTELLINGEN. Eén van de conclusies bij de analyse van de effectenvrijstellingen in de afdeling hierboven is dat het *automatisch* en *volledig* karakter van deze vrijstellingsregeling, zoals ze is omgezet in de onderzochte jurisdicties, niet duidelijk is. Dit geldt ook voor de verhandelingsvrijstellingen van art. 4.2 Prospectusrichtlijn. We verwijzen in dat opzicht naar de bespreking in *Deel 2, Hoofdstuk 3, 4.2* hierboven.

723. NUANCERING. Echter, voor wat betreft het Verenigd Koninkrijk, moeten enkele belangrijke nuances gemaakt worden. Anders dan het geval is voor de effectenvrijstellingen, voorziet Rule 3.3.2 van de *Listing Rules* in de verplichting voor een uitgevende instelling, die om de toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt van haar effecten verzoekt, om bepaalde documenten 48 uren op voorhand over te maken aan de FSA (deze documenten zijn om deze reden ook gekend als de “48 hours documents”)²⁸¹³. Eén van deze documenten omvat ofwel het prospectus²⁸¹⁴ dat werd goedgekeurd door de FSA of de andere bevoegde toezichhoudende overheid²⁸¹⁵ ofwel, indien geen prospectus werd opgemaakt: “a written confirmation, signed by a director or duly authorised officer of the issuer or offeror of the securities if the offeror is not the issuer that: (i) a prospectus is not required to be published by the Prospectus Directive, *setting out the exemption on which the issuer or offeror is relying*; and (ii) the issuer or offeror will not make an offer of transferable securities to the public of, or admit to trading on a regulated market in the UK, the securities which are the subject of the application until those securities are admitted to the official list” (eigen cursivering)²⁸¹⁶. De uitgevende instelling, die voor prospectusplicht-vrijgestelde effecten een toelating tot de verhandeling op een gereglementeerde markt aanvraagt, moet bijgevolg *uitdrukkelijk* verklaren op welke vrijstelling zij zich beroept. De FSA heeft in deze context voorzien in een modelvoorbeeld, de zogenaamde “*Exemptions letter*”. Deze *Exemptions letter*, aldus de FSA, “[...] is designed to satisfy LR3.3.2 (2)(c) and sets out the reasons why a prospectus has not been produced”²⁸¹⁷. De doelstellingen van deze *Exemptions letter* is de FSA effectief bewijzen dat een vrijstelling van toepassing is. Te dien einde moet de uitgevende

²⁸¹³ Rule 3.3.2 van de *Listing Rules*: “The following documents must be submitted, in final form, to the FSA by midday two business days before the FSA is to consider the application [...]”.

²⁸¹⁴ Dat kan ofwel een “*prospectus*” zijn, opgemaakt volgens de Prospectusverordening, ofwel de “*listing particulars*”, indien het een aanbieding betreft die niet onder het geharmoniseerde gebied valt. Zie Rule 3.3.2(2)(a) van de *Listing Rules*.

²⁸¹⁵ In dat geval moeten de volgende documenten worden meegedeeld: “a copy of the prospectus, a certificate of approval and (if applicable) a translation of the summary of the prospectus, if another EEA State is the home Member State for the securities”. Zie Rule 3.3.2(2)(b) van de *Listing Rules*.

²⁸¹⁶ Rule 3.3.2(2)(c) van de *Listing Rules*. Ter volledigheid omvatten de andere “48 uur documenten”: het ingevulde formulier “Application for Admission of Securities to the Official List” (Rule 3.3.2(1)); alsook de volgende documenten: “any circular that has been published in connection with the application, if applicable; [...] any approved supplementary prospectus or approved supplementary listing particulars, if applicable; and [...] a copy of the resolution of the board of the applicant allotting the securities. [Note: If this is not possible” (Rule 3.3.2(3) t.e.m. (5)).

²⁸¹⁷ FSA, *The Exemptions Letter*, ongedateerd.

instelling aantonen dat (i) de prospectusplicht niet van toepassing is, omdat ofwel de aanbieding geen openbare aanbieding uitmaakt, ofwel de openbare aanbieding is vrijgesteld van de prospectusplicht, en (ii) de prospectusplicht bovendien niet van toepassing is omdat ofwel geen toelating wordt gevraagd tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, ofwel ook in deze context een vrijstelling geldt²⁸¹⁸. De FSA – en meer bepaald het *Listing Applications* departement – zal geen juridisch advies geven of een bepaalde verrichting al dan niet een openbare aanbieding uitmaakt dan wel of een bepaalde vrijstelling van toepassing is of niet²⁸¹⁹. Wel heeft de FSA een modelvoorbeeld van twee – illustratieve²⁸²⁰ – types Exemption Letters opgesteld, afhankelijk van de vraag of – naast de toelating tot de gereglementeerde markt – al dan niet een openbare aanbieding heeft plaatsgevonden²⁸²¹.

5.3. ANALYSE VAN DE VERHANDELINGSVRIJSTELLINGEN, ZOALS OMGEZET IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES

724. SITUERING. Art. 4.2 Prospectusrichtlijn voorziet in acht verhandelingsvrijstellingen. Vijf van deze vrijstellingen zijn echter “materieel gelijklopend”²⁸²² aan de hierboven beschreven effectenvrijstellingen. De analyse die in de afdeling hierboven gemaakt werd, geldt aldus *mutandis mutandis* en wordt hier niet herhaald.

5.3.1. Eerste vijf categorieën

725. ART. 4.2.A PROSPECTUSRICHTLIJN. Het betreft de vrijstelling voor aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse welke reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal²⁸²³. Deze vrijstelling is getrouw omgezet in België²⁸²⁴, Nederland²⁸²⁵, Frankrijk²⁸²⁶,

²⁸¹⁸ Om deze reden moet de *Exemptions letter* op al de volgende punten een duidelijk antwoord bieden : “[i] Does the application constitute a public offer (advice on what constitutes a public offer can be found under subsection 86(1) of *Financial Services And Markets Act 2000*)? If in doubt, the offeror should seek legal advice regarding what constitutes a public offer. [ii] If there is to be a public offer, then the UKLA will require the offeror to confirm that a prospectus is not required because the application qualifies for one of the exemptions in or under the Act. If in doubt, the offeror should seek legal advice regarding what exemptions may or may not apply. [iii] If there is to be a request to admit securities to trading on a regulated market, the letter will need to confirm that a prospectus is not required because the application qualifies for one of the exemptions listed in or under the Act. If in doubt, the offeror should seek legal advice regarding what exemptions may or may not apply” (idem).

²⁸¹⁹ Idem : “Please note that Listing Applications may not give legal advice and as such will not be able to answer queries regarding whether or not an application constitutes a public offer or regarding which exemptions may or may not be applicable”.

²⁸²⁰ Dat blijkt uitdrukkelijk uit de toelichting van de FSA (FSA, *The Exemptions Letter*, ongedateerd), en wordt nog eens herhaald onderaan de modelbrief zelf : “The contents of this webpage are not intended to be guidance as contemplated by the Act, and the contents should neither be interpreted, nor relied upon, as guidance. You should refer to the Listing Rules and the Prospectus Rules for general guidance and where you need individual guidance you should approach us. Explanations and examples provided in the document are illustrative only”.

²⁸²¹ Idem : “The following example letters will assist applicants drafting exemption letters. The information included in these letters is shown for the purposes of presenting examples only and each exemption letter provided to the UKLA will need to be appropriately amended by the applicant before submission”. Zie FSA, *Example 5 – An Exemption Letter where there is no public offer*, 27 september 2005. De andere modelbrief – die van toepassing is in de hypothese waarbij wel een openbare aanbieding heeft plaatsgevonden – is beschikbaar als FSA, *Example 4 - An Exemptions Letter for an application where there is to be a public offer*, 27 september 2005.

²⁸²² Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 564.

²⁸²³ Art. 4.2.b Prospectusrichtlijn.

²⁸²⁴ Cf. art. 18, §2, b Prospectuswet : “aandelen die worden uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde categorie die al tot de verhandeling op dezelfde markt zijn toegelaten, zonder dat de uitgifte van deze nieuwe aandelen tot een verhoging van het geplaatste kapitaal leidt”.

²⁸²⁵ Cf. Art. 5:4.b Wet Financieel Toezicht : “aandelen of certificaten van aandelen die zijn uitgegeven ter vervanging van aandelen of certificaten van aandelen van dezelfde categorie of klasse die reeds zijn toegelaten tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt, en

het Verenigd Koninkrijk²⁸²⁷ en Duitsland²⁸²⁸.

726. ART. 4.2.B PROSPECTUSRICHTLIJN. Art. 4.2.b Prospectusrichtlijn omvat de vrijstelling voor effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving²⁸²⁹. Deze vrijstelling is omgezet in België²⁸³⁰, Nederland²⁸³¹, Frankrijk²⁸³², het Verenigd Koninkrijk²⁸³³ en Duitsland²⁸³⁴; voor wat de analyse van de divergenties inzake omzettingen betreft, wordt naar hierboven verwezen.

727. ART. 4.2.C PROSPECTUSRICHTLIJN. Ook de effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie zijn vrijgesteld, mits een document beschikbaar is dat volgens de bevoegde autoriteit informatie bevat die gelijkwaardig is aan die in het prospectus, met inachtneming van de communautaire wetgeving²⁸³⁵. Deze vrijstelling is omgezet in België²⁸³⁶, Nederland²⁸³⁷, Frankrijk²⁸³⁸, het Verenigd Koninkrijk²⁸³⁹ en Duitsland²⁸⁴⁰; voor wat de analyse van de divergenties inzake omzettingen betreft, wordt andermaal naar hierboven verwezen.

waarvan de uitgifte niet leidt tot een verhoging van het geplaatst kapitaal”.

²⁸²⁶ Cf. Article 212-5, 2° *Règlement général* : “Les actions émises en substitution d’actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé, si l’émission de ces nouvelles actions n’entraîne pas d’augmentation du capital de l’émetteur”.

²⁸²⁷ Cf. Rule 1.2.3 (2) Prospectus Rules : “shares issued in substitution for shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market, if the issue of the shares does not involve any increase in the issued capital”.

²⁸²⁸ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 2 *Wertpapierprospektgesetz* : “Aktien, die im Austausch für bereits an demselben organisierten Markt zum Handel zugelassene Aktien derselben Gattung ausgegeben werden, ohne dass mit der Ausgabe dieser neuen Aktien eine Kapitalerhöhung verbunden ist”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

²⁸²⁹ Art. 4.2.c Prospectusrichtlijn.

²⁸³⁰ Cf. art. 18, §2, c Prospectuswet : “beleggingsinstrumenten aangeboden bij een openbare overnameaanbieding middels een openbare aanbieding tot ruil, op voorwaarde dat de informatie [...] beschikbaar wordt gesteld [...] die door de CBFA als gelijkwaardig wordt beschouwd aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen”.

²⁸³¹ Cf. Art. 5:4.c Wet Financieel Toezicht : “effecten die worden aangeboden bij een overname door middel van een openbaar bod tot ruil, indien een document beschikbaar is dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die het prospectus bevat”.

²⁸³² Cf. Article 212-5, 3° *Règlement général* : “Les instruments financiers offerts à l’occasion d’une offre publique d’échange ou d’une procédure équivalente de droit étranger lorsque l’émetteur a rendu disponible un document, soumis au contrôle de l’AMF, comprenant des renseignements équivalant à ceux du prospectus”.

²⁸³³ Cf. Rule 1.2.3 (3) Prospectus Rules : “transferable securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, if a document is available containing information which is regarded by the FSA as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation”.

²⁸³⁴ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 3 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die anlässlich einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots angeboten werden, sofern ein Dokument verfügbar ist, dessen Angaben denen des Prospekts gleichwertig sind”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

²⁸³⁵ Art. 4.2.d Prospectusrichtlijn.

²⁸³⁶ Cf. art. 18, §2, d Prospectuswet : “effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie of als tegenprestatie voor een inbreng anders dan in geld, op voorwaarde dat voor het publiek informatie beschikbaar wordt gesteld conform artikel 21 die door de CBFA als gelijkwaardig wordt beschouwd aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen”.

²⁸³⁷ Cf. Art. 5:4.d Wet Financieel Toezicht : “d. effecten die worden aangeboden of zijn dan wel zullen worden toegewezen in verband met een fusie of splitsing, indien een document beschikbaar is dat informatie bevat die gelijkwaardig is aan de informatie die het prospectus bevat”.

²⁸³⁸ Cf. Article 212-5, 4° *Règlement général* : “Les instruments financiers offerts, attribués ou appelés à être attribués, à l’occasion d’une opération de fusion, de scission ou d’apport d’actifs qui a fait l’objet de la procédure prévue à l’article 212-34”.

²⁸³⁹ Cf. Rule 1.2.3 (4) Prospectus Rules : “transferable securities offered, allotted or to be allotted in connection with a merger, if a document is available containing information which is regarded by the FSA as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation”.

²⁸⁴⁰ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 4 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die anlässlich einer Verschmelzung angeboten oder zugeteilt werden oder zugeteilt werden sollen, sofern ein Dokument verfügbar ist, dessen Angaben denen des Prospekts gleichwertig sind”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

728. ART. 4.2.D PROSPECTUSRICHTLIJN. Art. 4.2.d Prospectusrichtlijn betreft de vrijstelling voor aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders, en dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde klasse als de aandelen uit hoofde waarvan dividenden worden betaald, mits die effecten tot dezelfde klasse behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten en een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding²⁸⁴¹. Ook deze vrijstelling is omgezet in België²⁸⁴², Nederland²⁸⁴³, Frankrijk²⁸⁴⁴, het Verenigd Koninkrijk²⁸⁴⁵ en Duitsland²⁸⁴⁶.

729. ART. 4.2.E PROSPECTUSRICHTLIJN. Voorts zijn ook de effecten die door de werkgever of een verbonden onderneming worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan huidige of voormalige bestuurders of werknemers, vrijgesteld, mits die effecten tot dezelfde klasse behoren als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten en een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat betreffende het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de bijzonderheden van de aanbieding²⁸⁴⁷. Ten slotte is ook deze vrijstelling omgezet in België²⁸⁴⁸, Nederland²⁸⁴⁹, Frankrijk²⁸⁵⁰, het Verenigd Koninkrijk²⁸⁵¹ en Duitsland²⁸⁵².

²⁸⁴¹ Art. 4.2.e Prospectusrichtlijn.

²⁸⁴² Cf. art. 18, §2, e Prospectuswet : “aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders, en dividenden die worden uitbetaald in de vorm van aandelen van dezelfde categorie als de aandelen uit hoofde waarvan dividenden worden betaald, op voorwaarde dat die aandelen tot dezelfde categorie behoren als de aandelen die al tot de verhandeling op dezelfde markt zijn toegelaten, en dat voor het publiek een document beschikbaar wordt gesteld conform artikel 21 dat informatie bevat over het aantal en de aard van de aandelen en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding en de toelating”;

²⁸⁴³ Cf. Art. 5:4.e Wet Financieel Toezicht : “aandelen of certificaten daarvan die kosteloos worden aangeboden of zijn dan wel zullen worden toegewezen aan de aandeelhouders of als dividend worden uitgekeerd in de vorm van aandelen of certificaten daarvan van dezelfde categorie of klasse als de waardebewijzen waarop zij worden uitgekeerd, indien deze waardebewijzen van dezelfde categorie of klasse zijn als de waardebewijzen die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten en een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat over het aantal aangeboden waardebewijzen, de kenmerken van de waardebewijzen, de redenen voor de aanbieding en de bijzonderheden daarvan”.

²⁸⁴⁴ Cf. Article 212-5, 5° *Règlement général* : “Les actions offertes, attribuées ou devant être attribuées gratuitement aux actionnaires, et les dividendes payés sous forme d’actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, lorsque ces actions sont de la même catégorie que celles déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé et que l’émetteur a rendu disponible un document comprenant des renseignements sur le nombre et la nature des instruments financiers ainsi que sur les motifs et les modalités de l’opération”.

²⁸⁴⁵ Cf. Rule 1.2.3 (5) Prospectus Rules : “shares offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which the dividends are paid, if the shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market and if a document is made available containing information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer”.

²⁸⁴⁶ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 5 *Wertpapierprospektgesetz* : “Aktien, die nach einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln den Inhabern an demselben organisierten Markt zum Handel zugelassener Aktien derselben Gattung angeboten oder zugeteilt werden oder zugeteilt werden sollen, sowie Dividenden in Form von Aktien derselben Gattung wie die Aktien, für die solche Dividenden ausgeschüttet werden, sofern ein Dokument zur Verfügung gestellt wird, das Informationen über die Anzahl und die Art der Aktien enthält und in dem die Gründe und Einzelheiten zu dem Angebot dargelegt werden”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

²⁸⁴⁷ Art. 4.2.f Prospectusrichtlijn.

²⁸⁴⁸ Cf. art. 18, §2, f Prospectuswet : “effecten die door de werkgever of door een met hem verbonden onderneming worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de voormalige of huidige bestuurders of werknemers, op voorwaarde dat die effecten tot dezelfde categorie behoren als de effecten die al tot de verhandeling op dezelfde markt zijn toegelaten, en dat voor het publiek een document beschikbaar wordt gesteld conform artikel 21 dat informatie bevat over het aantal en de aard van de effecten en de redenen voor en de modaliteiten van de aanbieding en de toelating”.

²⁸⁴⁹ Cf. Art. 5:4.f Wet Financieel Toezicht : “effecten die door een werkgever of een met die werkgever in een groep verbonden rechtspersoon, vennootschap of instelling worden aangeboden of toegewezen dan wel zullen worden toegewezen, aan zijn huidige of voormalige bestuurders, huidige of voormalige leden van de raad van commissarissen of huidige of voormalige werknemers, indien die effecten van dezelfde categorie

5.3.2. Zesde categorie : De minimis

730. SITUERING. Luidens de Prospectusrichtlijn geldt de prospectusplicht niet voor de toelating tot de handel op een gereguleerde markt van aandelen die over een periode van twaalf maanden minder dan 10 % vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde klasse welke reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten²⁸⁵³. Men kan dit beschouwen als een *de minimis*-verhandelingsvrijstelling. Deze komt bovenop de *de minimis*-aanbiedingsvrijstelling (de 100.000 EUR drempel)²⁸⁵⁴. Uit een vergelijking tussen beide *de minimis*-vrijstellingen blijkt dat de verhandelingsvrijstelling op verscheidene wijzen beperkt is : zo kan het ten eerste, in tegenstelling tot de aanbiedingsvrijstelling, bij de verhandelingsvrijstelling enkel gaan om *aandelen*; andere effecten, zoals schuldeffecten, kunnen niet genieten van deze verhandelingsvrijstelling, zelfs indien ze toegelaten zouden zijn tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Ten tweede, verschillen deze twee vrijstellingen ook op *conceptueel* niveau : de ene leidt ertoe dat eender welke uitgevende instelling over een periode van 12 maanden maximaal 100.000 EUR aan kapitaalmiddelen kan ophalen; de andere leidt ertoe dat een uitgevende instelling die reeds is toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt over eenzelfde periode van 12 maanden een maximaal bedrag kan ophalen gelijk aan 9,99% van het totaal van de aandelen van dezelfde klasse die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten. Wat betekent dat concreet? *Grosso modo* kunnen uitgevende instellingen, op basis van hun marktkapitalisatie op Euronext in drie categorieën worden ingedeeld : de kleine ondernemingen (met een marktkapitalisatie van minder dan 150.000.000 EUR), de middelgrote ondernemingen (met een marktkapitalisatie van tussen 150.000.000 EUR en 1 miljard EUR), en de grote ondernemingen (met een marktkapitalisatie van meer dan 1 miljard EUR)²⁸⁵⁵. Meer gedetailleerde informatie over de marktkapitalisatie wordt beschikbaar gesteld in de verslagen van de London Stock Exchange²⁸⁵⁶. Indien we deze gegevens terugkoppelen aan de verhandelingsvrijstelling, betekent dit dat

of klasse zijn als de effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten en een document beschikbaar wordt gesteld dat informatie bevat over het aantal aangeboden effecten, de kenmerken van de effecten, de redenen voor de aanbieding en de bijzonderheden daarvan”.

²⁸⁵⁰ Cf. Article 212-5, 6° *Règlement général* : “Les instruments financiers offerts, attribués ou devant être attribués aux administrateurs, aux mandataires sociaux mentionnés au II de l’article L. 225-197-1 du code de commerce ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur ou par une société liée lorsque ces instruments financiers sont de la même catégorie que ceux déjà admis aux négociations sur le même marché réglementé et que l’émetteur a rendu disponible un document comprenant des renseignements sur le nombre et la nature des instruments financiers ainsi que sur les motifs et les modalités de l’opération”.

²⁸⁵¹ Cf. Rule 1.2.3 (6) Prospectus Rules : “transferable securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer or an affiliated undertaking, if the transferable securities are of the same class as the transferable securities already admitted to trading on the same regulated market and if a document is made available containing information on the number and nature of the transferable securities and the reasons for and detail of the offer”.

²⁸⁵² Cf. Abschnitt 1, §4(2), 6 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die derzeitigen oder ehemaligen Mitgliedern von Geschäftsführungsorganen oder Arbeitnehmern von ihrem Arbeitgeber oder von einem verbundenen Unternehmen im Sinne des § 15 des Aktiengesetzes angeboten oder zugeteilt werden oder zugeteilt werden sollen, sofern es sich dabei um Wertpapiere derselben Gattung handelt wie die Wertpapiere, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind, und ein Dokument zur Verfügung gestellt wird, das Informationen über die Anzahl und den Typ der Wertpapiere enthält und in dem die Gründe und Einzelheiten zu dem Angebot dargelegt werden”. Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30.

²⁸⁵³ Art. 4.2.a Prospectusrichtlijn.

²⁸⁵⁴ Cf. *Deel 2, Hoofdstuk 3, afdeling 2*.

²⁸⁵⁵ Zie EURONEXT, Présentation, ongedateerd (www.euronext.com/editorial/wide/editorial-4050-FR.html) : “[...] Au sein de ce marché réglementé unique, les sociétés cotées seront classées par ordre alphabétique et seront identifiables grâce à un critère de capitalisation, permettant de distinguer facilement les petites valeurs (capitalisation boursière inférieure à 150 millions d’euros), les moyennes (entre 150 millions et 1 milliard d’euros) et les grandes valeurs (supérieure à 1 milliard d’euros)”.

²⁸⁵⁶ LONDON STOCK EXCHANGE, “Market Information and Analysis”, maart 2007, 13 (table 8). Het is interessant deze figuur te vergelijken met de gemiddelde marktkapitalisatie van uitgevende instellingen op de AIM: deze bedraagt in 2007 £58 miljoen (zie www.londonstockexchange.com/en-

uitgevende instellingen die zich in de middencategorie met een marktkapitalisatie tussen £100 en £250 miljoen bevinden, tussen ongeveer £10.000.000 en £25.000.000 jaarlijks aan bijkomende kapitaalmiddelen kunnen ophalen, zonder een prospectus te moeten publiceren. De middelgrote ondernemingen van Euronext kunnen tussen 15.000.000 EUR en 100.000.000 EUR aan bijkomende kapitaalmiddelen ophalen, eveneens vrijgesteld van prospectusplicht. Aansluitend daarbij, moet nog een derde verschilpunt tussen de aanbiedingsvrijstelling en verhandelingsvrijstelling worden opgemerkt : waar de 100.000 EUR grens statisch is, is de 10% grens *dynamisch*. Indien de uitgevende instelling immers elk jaar maximaal gebruik maakt van deze vrijstelling, groeit het aantal bijkomende effecten dat elk jaar zonder prospectus zal toegelaten worden tot de verhandeling op een gereguleerde markt, met 9,99%. Een voorbeeld verduidelijkt dit : indien een uitgevende instelling op 1 januari 2009 10.000.001 aandelen heeft toegelaten tot de gereguleerde markt met een marktkapitalisatie van 250.000.000 EUR, zal zij in de periode tussen 1 januari 2009 en 1 januari 2010 onder deze verhandelingsvrijstelling 1.000.000 bijkomende aandelen kunnen toelaten tot de verhandeling op de gereguleerde markt; de daaropvolgende jaren zal zij binnen de vrijstelling *ceteris paribus* steeds meer bijkomende aandelen kunnen uitgeven (namelijk 1.100.000 aandelen, 1.210.000 aandelen, enzovoort). Mocht de prijs per aandeel van ongeveer 25 EUR op 1 januari 2007 dezelfde zijn op 31 december 2010, dan zou deze onderneming *binnen dezelfde vrijstelling, na elk jaar volledig gebruik te hebben gemaakt van de vrijstelling en ceteris paribus* in de loop van 2009 25.000.000 EUR (namelijk 25 EUR x 1.000.000 aandelen) aan bijkomende kapitaalmiddelen hebben opgehaald, terwijl dit in de loop van 2011 30.250.000 EUR (namelijk 25 EUR x 1.210.000 aandelen) was²⁸⁵⁷.

731. DE OMZETTING IN BELGIË. De omzetting in de Prospectuswet is accuraat en volgt getrouw de tekst van de Prospectusrichtlijn. Zo zijn de aandelen vrijgesteld die over een periode van twaalf maanden minder dan 10 % vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde categorie die al tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt zijn toegelaten²⁸⁵⁸.

732. DE OMZETTING IN NEDERLAND. Ook de Nederlandse wetgever heeft de vrijstelling getrouw omgezet, met weliswaar een verduidelijking dat deze vrijstelling niet alleen geldt voor aandelen of maar ook voor certificaten van aandelen²⁸⁵⁹. Zo zullen aandelen en certificaten van aandelen, die bezien over een periode van twaalf maanden, minder dan tien procent vertegenwoordigen van het aantal aandelen of certificaten van aandelen van dezelfde categorie of klasse die reeds zijn toegelaten tot de handel op dezelfde in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, vrijgesteld zijn van prospectusplicht²⁸⁶⁰.

733. DE OMZETTING IN FRANKRIJK. De Franse wetgever heeft de vrijstelling eveneens quasi-letterlijk omgezet²⁸⁶¹. Wel moet worden verwezen naar *instruction n° 2005-11* van 13 december 2005²⁸⁶². Deze bevat slechts een bijkomende informatievereiste in één geval, namelijk indien *in het kader van een fusie of een inbreng van activa* de uitgegeven of overgedragen financiële instrumenten minder dan 10% bedragen van de financiële instrumenten van dezelfde categorie die reeds zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zal de uitgevende instelling een communiqué moeten opstellen en publiek maken met betrekking tot (i) het aantal en de aard van de

gb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/Trade+and+Investing/institutionalinvestorsonaim.htm), ongedateerd.

²⁸⁵⁷ Het spreekt vanzelf dat, indien de aandelenprijs in 2011 hoger of lager zou zijn, de aldus in 2011 prospectusvrijgestelde opgehaalde middelen eveneens hoger of lager zullen zijn.

²⁸⁵⁸ Cf. art. 18, §2, a Prospectuswet.

²⁸⁵⁹ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 565 : “Ondanks dat de richtlijn prospectus slechts spreekt over aandelen, mag worden aangenomen dat daaronder tevens certificaten van aandelen worden verstaan.”.

²⁸⁶⁰ Cf. Art. 5:4.a Wet Financieel Toezicht.

²⁸⁶¹ Cf. Article 212-5, 1° *Règlement général* : “Les actions représentant, sur une période de douze mois, moins de 10 % du nombre d’actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé”.

²⁸⁶² AMF, *instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l’information à diffuser en cas d’appel public à l’épargne.

financiële instrumenten en (ii) de beweegredenen voor en de modaliteiten van de verrichting²⁸⁶³.

734. DE OMZETTING IN HET VERENIGD KONINKRIJK. Ook in het Verenigd Koninkrijk werd deze vrijstelling quasi-letterlijk omgezet²⁸⁶⁴.

735. DE OMZETTING IN DUITSLAND. Dat laatste is eveneens het geval voor de Duitse *Wertpapierprospektgesetz*²⁸⁶⁵.

736. INTERPRETATIEVRAGEN – REPETITIE. Deze vrijstelling leidt niettemin tot een aantal interessante interpretatievragen die grotendeels terug te leiden zijn tot de vaagheid van de tekst van de Prospectusrichtlijn zelf. Ten eerste kan men de vraag stellen of deze vrijstelling repetitief kan worden gebruikt : kan de vrijstelling slechts eenmaal per jaar gebruikt worden, of kan deze vrijstelling meermaals per jaar gebruikt worden? De tekst van de Prospectusrichtlijn (en zoals hieronder zal blijken, de omzettingen) sluit niet uit dat de vrijstelling meermaals, zelfs doorlopend gebruikt wordt. Dat lijkt ook de (niet-bindende) stelling van de FSA te zijn²⁸⁶⁶.

737. INTERPRETATIEVRAGEN – EXCLUSIVITEIT. Een tweede vraag betreft de exclusiviteit van deze vrijstelling : wat indien een verrichting onder twee verhandelingsvrijstellingen valt? Om dit duidelijk te maken, hernemen we ons voorbeeld van hierboven. Stel dat de uitgevende instelling die op 1 januari 2009 10.000.001 aandelen heeft toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, in de loop van 2009 beslist om 200.000 aandelen van dezelfde klasse aan te bieden aan haar werknemers. Deze 200.000 aandelen vallen onder de effectenvrijstelling van art. 4.1.e Prospectusrichtlijn alsook de verhandelingsvrijstelling van art. 4.2.f Prospectusrichtlijn²⁸⁶⁷ : ze zijn met andere woorden vrijgesteld van de prospectusplicht op voorwaarde dat een informatiedocument wordt beschikbaar gesteld (zie hierboven). In ons voorbeeld blijven de 200.000 aldus aangeboden aandelen ook onder de 10%-grens van art. 4.2.a Prospectusrichtlijn, en zou tegelijk deze verrichting kunnen genieten van de *de minimis* verhandelingsvrijstelling. De vraag rijst bijgevolg of de ene vrijstelling de andere aantast : zal het aantal aandelen die in de loop van 2009 nog kunnen worden vrijgesteld onder art. 4.2.a Prospectusrichtlijn gereduceerd worden met het aantal aandelen die aan de werknemers werden aangeboden en daarna toegelaten werden tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, conform art. 4.2.f Prospectusrichtlijn? O.i. is de Prospectusrichtlijn op dit punt onduidelijk. Er zijn met name drie standpunten mogelijk. Ten eerste zou men tot een restrictieve interpretatie kunnen komen. De vrijstellingen zouden in die interpretatie samen, en niet afzonderlijk, moeten worden toegepast. In tegenstelling tot de aanbiedingsvrijstellingen (ten aanzien waarvan uitdrukkelijk bepaald is dat deze samen “en/of” afzonderlijk gelden)²⁸⁶⁸, geeft art. 4.2 Prospectusrichtlijn geen tekstuele indicaties dienaangaande. In ons voorbeeld zou dit betekenen dat in 2009 in plaats van 1.000.000 aandelen, enkel 800.000 aandelen (nl. 1.000.000 - 200.000 = 800.000) onder art. 4.2.a Prospectusrichtlijn kunnen worden vrijgesteld²⁸⁶⁹. Een tweede interpretatie zou erin bestaan om art. 4.2 Prospectusrichtlijn liberaal te interpreteren, namelijk dat elk van de verhandelingsvrijstellingen kan en moet beschouwd worden als afzonderlijke categorieën²⁸⁷⁰. Bij een letterlijke lezing zou dit betekenen dat de *de minimis*

²⁸⁶³ Art. 12 *instruction n° 2005-11*.

²⁸⁶⁴ Cf. Rule 1.2.3 (1) Prospectus Rules : “shares representing, over a period of 12 months, less than 10 per cent of the number of shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market”.

²⁸⁶⁵ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 1 *Wertpapierprospektgesetz* : “Aktien, die über einen Zeitraum von zwölf Monaten weniger als 10 Prozent der Zahl der Aktien derselben Gattung ausmachen, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind”.

²⁸⁶⁶ FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 3 : “It is irrelevant whether these admissions relate to one or more transactions”.

²⁸⁶⁷ Zie hierboven; in dat geval moet ook een informatiedocument beschikbaar worden gesteld.

²⁸⁶⁸ Zie art. 3.1 Prospectusrichtlijn.

²⁸⁶⁹ Dit in de hypothese dat het aandelen betreft van dezelfde categorie. Zie, in dezelfde zin, Cf. CESR, “Report on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation”, Ref. CESR/07-225, juni 2007 (66 p.), op 22 : “It was [...] noted that some authorities have stated that offers to employees should be discounted when calculating the 10% exemption and that CESR should endorse this approach”.

²⁸⁷⁰ Cf. de aanvang van art. 4.2 Prospectusrichtlijn : “De prospectusplicht geldt niet voor de toelating tot de

verhandelingsvrijstelling betrekking heeft op een “categorie van effecten”; de vrijstelling voor aandelen aangeboden aan werknemers is een andere “categorie van effecten”. In dat geval zullen zowel de 200.000 aandelen, die aan werknemers worden aangeboden, als de 1.000.000 aandelen, die bijkomend worden genoteerd, vrijgesteld zijn onder respectievelijk artt. 4.1.e en 4.2.f Prospectusrichtlijn en art. 4.2.a Prospectusrichtlijn. Deze liberale opvatting leidt echter tot een theoretisch probleem. Stel dat de 200.000 aandelen in ons voorbeeld in januari worden aangeboden (en toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt). Betekent dit dat de 10%-grens wordt verhoogd van, in ons voorbeeld, 1.000.000 aandelen (nl. <10% van 10.000.001) naar 1.020.000 aandelen (nl. <10% van 10.000.001 + 200.000)? Dit zou de logische gevolgtrekking moeten zijn van de liberale opvatting, maar tegelijkertijd betekenen dat via een gebruik van de andere vrijstellingen de 10% grens stelselmatig kan worden verhoogd. Een derde interpretatie – wat we kunnen aanduiden als een *gecorrigeerde* liberale opvatting – zou daarom erin bestaan de *de minimis*-grens afzonderlijk van de andere vrijgestelde verrichtingen te beschouwen (de liberale opvatting), maar voor de berekening van de 10% grens abstractie te maken van deze bijkomende aandelen die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt via andere vrijstellingen. In ons voorbeeld zou dat betekenen dat in 2009 enkel 1.000.000 – en niet 1.020.000 – aandelen kunnen genieten van de vrijstelling van art. 4.2.a Prospectusrichtlijn. Het probleem van deze laatste opvatting is dat ze niet aansluit bij de tekst van de Prospectusrichtlijn; nergens uit de tekst blijkt immers dat abstractie gemaakt zou moeten worden van tot de verhandeling toegelaten aandelen indien ze vrijgesteld zijn van de prospectusplicht op andere gronden dan art. 4.2. Prospectusrichtlijn. Dergelijke berekening lijkt ook bijzonder complex.

738. STANDPUNT VAN DE FSA. Aanvankelijk had CESR zich niet uitgesproken over deze vraag. Sommige lidstaten – en hun toezichhoudende overheden – hebben daarom een positie ingenomen. In een niet-bindend document heeft de FSA gesuggereerd de liberale opvatting voor te staan : enerzijds moeten de vrijstellingen afzonderlijk worden beschouwd : aandelen die vrijgesteld waren op basis van een andere vrijstellingsgrond worden niet meegerekend in de 10% drempel²⁸⁷¹. De FSA verduidelijkt dit met een voorbeeld, waaruit ook blijkt dat via een gebruik van de andere vrijstellingen de 10% grens stelselmatig kan worden verhoogd²⁸⁷². Zoals hierboven gezegd, komt het aan de uitgevende instelling toe om zelf juridisch advies in te winnen, en een uitdrukkelijke bevestiging te geven, dat de verrichting onder de toepassing valt van een verhandelingsvrijstelling. De FSA stelt op haar website dat, indien de uitgevende instelling zich beroept op de *de minimis*-verhandelingsvrijstelling van Rule 1.2.3(1) *Prospectus Rules* voorzichtigheid is geboden : “Please be aware that the exemption set out in PR 1.2.3R(1) should be used advisedly where other exemptions within PR 1.2.3R would also apply.

handel op een gereglementeerde markt van de volgende categorieën effecten: [...]” (eigen cursivering).

²⁸⁷¹ FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 3 : “[...] the 10% limit is applied over a rolling 12 month period. So any shares admitted over the previous 12 months *not covered by any other exemption*, would count towards the 10%” (eigen cursivering). Idem, 3 : “In calculating the 10%, we will discount any securities that have benefited from the application of another exemption from the requirement to produce a prospectus”. Zie tevens het voorbeeld hierna.

²⁸⁷² FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.), 4 : “A company has 150 shares in issue on 1 June 2005. It has a further 10 shares admitted [...]. The company issues a further 20 shares to employees (covered by the relevant admission to trading exemption) after three months [...]. There is a further issue of 10 shares placed with institutions (hence covered by the public offer exemption) six months later. The calculation determining whether the 10% exemption is applied is 10/180 i.e. *the number of shares for which admission has been sought over the last 12 months (or after 1 July 2005) for which no other exemption applied divided by the total already admitted*. This transaction would be covered by the 10% exemption. *We can ignore the employee shares in the numerator as they are covered by another exemption*. The company makes a further placement of eight shares one month later to raise funds for acquiring A. The calculation is now 18/190 i.e. this latest issue is still covered by the 10% exemption. *The numerator includes all shares issued in the relevant time period not benefiting from an exemption*. As with our current approach the denominator is increased as a result of previous issues. A further placement of two shares occurs one month later as the company raises funds for the unconnected acquisition of B. The calculation is now 20/198, which is more than 10% so a prospectus will be required in this final case” (eigen cursivering). Het is onduidelijk of de zinsnede “The calculation determining whether the 10% exemption is applied is 10/180” slaat op een bijkomende toelating tot de verhandeling, of op de toelating tot de verhandeling van de 10 aandelen die reeds aan institutionelen openbaar waren aangeboden. De illustratie heeft o.i. enkel zin in het tweede geval; anders had de noemer niet 180 maar 190 moeten zijn.

Quoting this exemption in addition to another exemption under the same rule may result in future discrepancies in the '10% calculation' we perform against that of the issuer²⁸⁷³.

739. STANDPUNT VAN DE NEDERLANDSE WETGEVER. In de voorbereidende werken heeft de Nederlandse wetgever een andere berekeningswijze voorgesteld. In eerste instantie moet men bij een voorgenomen toelating van aandelen tot de verhandeling op een gereguleerde markt berekenen wat het totale aantal aandelen is dat op dat moment reeds tot de handel op die markt is toegelaten²⁸⁷⁴. Bij deze vaststelling zijn de voorafgaande twaalf maanden dus niet van belang²⁸⁷⁵. Vervolgens dient te worden vastgesteld of het voorgenomen toe te laten aantal aandelen tezamen met de aandelen in de voorafgaande periode van twaalf maanden minder dan tien procent bedraagt. Is dat laatste het geval, dan hoeft geen prospectus algemeen verkrijgbaar te worden gesteld. De Nederlandse wetgever geeft het volgende voorbeeld: “Wanneer [...] van een uitgevende instelling op 1 oktober 2006 100 aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, dan hoeft voor de toelating van vier nieuwe aandelen geen prospectus te worden opgesteld, mits de twaalf voorafgaande maanden bij elkaar opgesteld minder dan zes aandelen zijn toegelaten tot de handel op die gereguleerde markt. *Gesteld dat vanaf 1 december 2005 inderdaad alleen de genoemde vier aandelen zijn toegelaten* en de uitgevende instelling op 1 december 2006 zes nieuwe aandelen wil doen toelaten tot de handel op dezelfde gereguleerde markt, dan kan het opnieuw een beroep doen op de tien procent-vrijstelling. Het totaal aantal toegelaten aandelen betreft op 1 december 2006 immers 104 (100 + 4), terwijl het aantal toegelaten aandelen over de voorbije twaalf maanden inclusief de zes nieuw toe te laten aandelen, tien bedraagt, hetgeen 9,62 procent van het totaal (en daarmee beneden de tien procent-grens) is” (eigen cursivering)²⁸⁷⁶. De Nederlandse wetgever spreekt zich niet uit over de samenloop van deze *de minimis*-vrijstelling met de verhandelingsvrijstellingen. Indien de passage – en meer in het bijzonder de cursief aangeduide zinsnede – letterlijk wordt gelezen, blijkt echter nergens dat een correctie moet worden doorgevoerd voor op andere gronden vrijgestelde toelatings tot de verhandeling. Dat lijkt te impliceren, zonder evenwel uitsluitel te geven, dat de Nederlandse wetgever het restrictieve standpunt voor ogen had: in het gegeven cijfervoorbeeld zou het met name niet uitmaken of voor 1 oktober 2006 de 6 aandelen via de *de minimis*-vrijstelling of via een andere vrijstelling tot de verhandeling zouden zijn toegelaten.

740. STANDPUNTEN IN DE OVERIGE ONDERZOCHE JURISDICTIES. De Belgische, Franse of Duitse wetgever ten slotte geven geen publiek bekendgemaakte indicaties omtrent hun interpretatie van de precieze berekeningswijze van de 10% drempel. De Duitse wetgever heeft in de *Begründung* enkel verduidelijkt dat de termijn van 12 maanden berekend moet worden volgens de regels uiteengezet in §§ 187 e.v. *Bürgerlichen Gesetzbuchs* (BGB)²⁸⁷⁷.

²⁸⁷³ FSA, *The Exemptions Letter*, ongedateerd.

²⁸⁷⁴ Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708, nr. 19, 565. Zie J.M. VAN DIJK, S. DUMOULIN en J. DEN TONKELAAR, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.), 1634: “De berekening die nodig is om te bepalen of de 10% grens niet wordt overschreden, moet geschieden door het aantal toe te laten aandelen of certificaten op te tellen bij het totale aantal andere aandelen dat in het jaar voorafgaand aan de toelating tot de handel met gebruikmaking van de 10%-uitzondering is toegelaten. Het resultaat van die optelling moet worden gedeeld door het aantal aandelen of certificaten dat ten tijde van de toelating tot de handel al tot de handel is toegelaten”.

²⁸⁷⁵ *Idem*, 565.

²⁸⁷⁶ *Idem*, 566. De wetgever voegt daaraan toe: “Bedacht dient te worden dat niet iedere toelating van aandelen tot de handel op een gereguleerde markt die groter is dan tien procent van het aantal aandelen dat reeds tot de handel op een gereguleerde markt is toegelaten tot de verplichting hoeft te leiden om een geheel nieuw prospectus op te stellen. Indien binnen twaalf maanden na een prospectusplichtige aanbieding van aandelen aan het publiek of een prospectusplichtige toelating van aandelen tot de handel op een gereguleerde markt (opnieuw) aandelen tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten, kan worden volstaan met het actualiseren van het oude prospectus conform artikel 5:23”.

²⁸⁷⁷ Zie tevens *Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999*, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30. Cf. o.m. § 187(1) en (2) BGB: “(1) Ist für den Anfang einer Frist ein Ereignis oder ein in den Lauf eines Tages fallender Zeitpunkt maßgebend, so wird bei der Berechnung

741. CESR *FREQUENTLY ASKED QUESTIONS*. In september 2007 heeft CESR zich ten slotte uitgesproken over deze kwestie, waarbij de FSA in zekere mate gevolgd werd. De positie is nu als volgt: “To calculate whether the issuer is exceeding this percentage it should include in the numerator the shares that have benefited from this exemption during the previous 12 months. *However, it should not include shares admitted without prospectus due to other types of exemptions*. In the denominator the issuer should include the number of shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market at the time it is applying for the new admission (therefore, the [Competent Authority] should not calculate for the denominator the 12 month average of the shares admitted to trading)”²⁸⁷⁸.

742. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST EN POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Met betrekking tot deze vrijstelling doet zich iets eigenaardigs voor. Enerzijds is deze tekstueel relatief getrouw omgezet in alle onderzochte jurisdicties. We hebben geen relevante omzettingsdivergenties kunnen vaststellen. Anderzijds is de Prospectusrichtlijn zelf onduidelijk omtrent de precieze modaliteiten ter berekening van de 10% drempel. Hoewel CESR sinds september 2007 een uniforme positie heeft kunnen innemen, is het de vraag of dit voldoende sterk is om alle interpretatieproblemen (en bijgevolg divergenties) uit de weg te gaan. Gezien de techniciteit van deze regel, kan het *de lege ferenda* worden overwogen om CESR de mogelijkheid te geven om uniforme criteria te bepalen – en desgewenst te verfijnen – omtrent hoe de 10% drempel moet worden berekend.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De prospectusplicht geldt niet voor de toelating tot de handel op een gereguleerde markt van de volgende categorieën effecten: [...] aandelen die over een periode van twaalf maanden minder dan 10 % vertegenwoordigen van het aantal aandelen van dezelfde klasse welke reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten; CESR zal op haar website bepalen hoe deze 10% grens berekend moet worden.

Meer algemeen stellen we *de lege ferenda* voor dat wordt voorzien in een algemene verplichting voor

der Frist der Tag nicht mitgerechnet, in welchen das Ereignis oder der Zeitpunkt fällt. (2) Ist der Beginn eines Tages der für den Anfang einer Frist maßgebende Zeitpunkt, so wird dieser Tag bei der Berechnung der Frist mitgerechnet. Das Gleiche gilt von dem Tage der Geburt bei der Berechnung des Lebensalters”; 188(2) BGB : “ Eine Frist, die nach Wochen, nach Monaten oder nach einem mehrere Monate umfassenden Zeitraum - Jahr, halbes Jahr, Vierteljahr - bestimmt ist, endigt im Falle des § 187 Abs. 1 mit dem Ablauf desjenigen Tages der letzten Woche oder des letzten Monats, welcher durch seine Benennung oder seine Zahl dem Tage entspricht, in den das Ereignis oder der Zeitpunkt fällt, im Falle des § 187 Abs. 2 mit dem Ablauf desjenigen Tages der letzten Woche oder des letzten Monats, welcher dem Tage vorhergeht, der durch seine Benennung oder seine Zahl dem Anfangstag der Frist entspricht.”; en § 189(2) BGB : “ Ist eine Frist auf einen oder mehrere ganze Monate und einen halben Monat gestellt, so sind die 15 Tage zuletzt zu zählen”.

²⁸⁷⁸ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 18. CESR geeft het volgende voorbeeld (dat duidelijker is dan dat van de FSA) : “January 2007: total number of shares admitted to trading is 100. The issuer applies for a further admission of 5 shares (5%). No prospectus is required. March 2007: total number of shares admitted to trading is 105. The issuer applies for a further admission of 4 shares resulting from an offer addressed to the employees. No prospectus is required because the employees exemption applies (Article 4.2 f) PD). September 2007: total number of shares admitted to trading is 109. The issuer applies for a further admission of 4 shares. No prospectus is required as it amounts to 8% (9/109). February 2008: total number of shares admitted to trading is 113. The issuer applies for a further admission of 9 shares. The January 2007 admission of 5 shares is disregarded because since then more than 12 months have elapsed. Also the March 2007 admission is disregarded because it was subject to another exemption. However, the September 007 admission does count and therefore the issuer has to add 4 shares to the new application of 9 shares and a prospectus is required as it amounts to 12% (13/113)” (op 18-19).

CESR zich uit te spreken met uniforme criteria omtrent specifieke technische vragen die vanuit de praktijk in de context van het vrijstellingsregime kunnen rijzen. In dat opzicht kan verwezen worden naar het bestaande *Frequently Asked Questions* dat op het niveau van CESR wordt gepubliceerd²⁸⁷⁹ alsook naar de *Q&A – “Your questions on MiFID”* – die, ofschoon zij het niet karakter heeft van een officiële positie – een belangrijke bron vormt voor de interpretatie van de MiFID bepalingen, en vooral aangestuurd wordt door een *Questionnaire* waarbij marktparticipanten rechtstreeks vragen kunnen stellen aan de Europese Commissie²⁸⁸⁰.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

CESR zal op haar website voorzien in een vragenformulier waarbij marktparticipanten rechtstreeks vragen kunnen stellen omtrent de praktische toepassing van deze Verordening alsook de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening. Zij zal deze vragen binnen een redelijke termijn beantwoorden en dit antwoord publiceren in een gegevensbank die te consulteren is op haar website.

5.3.3. Zevende categorie : Conversie of omruiling

743. SITUERING. Een verdere verhandelingsvrijstelling is deze voor “aandelen voortgekomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van aan andere effecten verbonden rechten, mits die aandelen tot dezelfde klasse behoren als de aandelen die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten”²⁸⁸¹. Een letterlijke lezing van de Prospectusrichtlijn leidt tot een wat vreemde conclusie : indien het mogelijk is om effecten te converteren of om te ruilen in aandelen die tot dezelfde klasse behoren als de aandelen die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten zou de toelating van deze nieuwe aandelen tot de verhandeling op een gereguleerde markt vrijgesteld zijn van prospectusplicht. Bovendien zijn er in dat geval geen bijkomende informatievereisten : deze verhandelingsvrijstelling is met andere woorden *automatisch* en *volledig*. Bovendien lijkt het mogelijk om nagenoeg elke transactie waarbij uitiem aandelen moeten worden toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, te structureren op een wijze waarbij gebruik gemaakt wordt van deze vrijstelling. De moeilijkheden met de grens van 10% in de *de minimis*-vrijstelling kunnen op deze wijze makkelijk worden opgelost : men hoeft immers geen gebruik te maken van deze vrijstelling aangezien men, met een identiek eindresultaat, de transactie kan structureren via een conversie van schuldeffecten in aandelen van dezelfde klasse als deze die reeds zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. De schuldeffecten hoeven geenszins beperkt te zijn tot 10%. Maar ook alle andere verhandelingsvrijstellingen worden op deze wijze onnodig : waarom zou een uitgevende instelling in het kader van een werknemersparticipatieplan een informatiedocument opstellen op grond van art. 4.2.f Prospectusrichtlijn, indien de verrichting

²⁸⁷⁹ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008.

²⁸⁸⁰ EUROPESE COMMISSIE, “Your questions on MiFID – Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures – Questions and answers”, update oktober 2008 (139 p.).

²⁸⁸¹ Art. 4.2.g Prospectusrichtlijn. Het moet gaan om “effecten” in de zin van de Prospectusrichtlijn. Zie CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008, op 17-18 : “CESR considers that the exemption in Article 4.2 g) of the Directive does not apply to cases of non-transferable securities converted into shares. The Prospectus Directive specifically defines “securities” as “transferable securities” and does not give room to consider that Article 4.2 g) applies to the conversion of non-transferable securities (especially taking into consideration that this relates to an exemption of publishing a prospectus)”.

gestructureerd wordt als een conversie van aan de werknemers aangeboden schuldeffecten, eens te meer met hetzelfde eindresultaat.

744. STANDPUNT VAN CESR. Dat dit geen louter theoretische opmerking is, blijkt uit het feit dat CESR het nodig vond om dit probleem op te nemen in het Q&A document van juli 2006 (bijgewerkt in februari 2007)²⁸⁸² : “[u]nder this rule it would appear that an issuer who issues a convertible security, which is not admitted to a regulated market, could admit the underlying securities without producing a prospectus for either the convertible or the shares (even if they represent more than 10% of the number of shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market). *Potentially, this means that any issuer could structure a transaction in such a way that a prospectus would never be required for a further issue of shares simply by the interposition of an artificial convertible security.* This seems to sit uncomfortably with Article 4.2 a) and in effect potentially could result in this rule being redundant [...]” (eigen cursivering)²⁸⁸³. CESR reduceert het probleem tot de situatie waarbij voldaan is aan drie toepassingsvoorwaarden. Ten eerste moet een aanbieding hebben plaatsgevonden van converteerbare of omruilbare effecten *zonder prospectus*. Men kan daarbij denken aan een aanbieding aan gekwalificeerde beleggers. Ten tweede wordt voor deze converteerbare of omruilbare effecten zelf geen toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt gevraagd. Op deze wijze blijft de aanbieding van deze effecten niet-prospectusplichting. Ten derde wordt, na conversie of omruiling in aandelen, de toelating gevraagd tot de verhandeling van deze aandelen, en dit voor een aantal dat groter is dan 10%²⁸⁸⁴. CESR stelt daaromtrent het volgende : “*CESR Members agreed that no restrictions should be applied to Article 4.2 g) in the case described above.* However, they intend to monitor the market developments relying on the national regulations and laws in order to avoid any circumvention of the Directive. *If an issuer should abuse this exemption, then competent authorities are free to take enforcement actions, were appropriate, or cancel the transactions*” (eigen cursivering)²⁸⁸⁵. Dit lijkt te betekenen dat, indien een uitgevende instelling “misbruik” maakt van de vrijstelling, door de toezichthoudende overheid acties kunnen genomen worden, inclusief zelfs de nietigverklaring van de verrichting.

745. KRITIEK OP HET STANDPUNT VAN CESR. Dit CESR standpunt roept vragen op. Van op een afstand bekeken, lijkt CESR te hebben willen zeggen dat zij zich bewust is dat *kunstmatige constructies* kunnen worden opgezet waarbij converteerbare effecten eerst uitgegeven en “privaat geplaatst” worden om daarna via de vrijstelling van art. 4.2.g Prospectusrichtlijn te worden geconverteerd en als aandelen te worden toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. In plaats van dienaangaande

²⁸⁸² CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, CESR/06-296d, 18 juli 2006 (10 p.), 10 (www.cesr.eu/index.php?docid=3882). Zie tevens de bijgewerkte versie van februari 2007 : CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007*, CESR/07-110, februari 2006 (18 p.), 13-14. In februari 2007 werd hieraan het volgende – o.i. evidente – standpunt toegevoegd : “(Q) Does the exemption provided for in article 4.2 g) of the Directive includes cases where nontransferable securities are converted into shares? A) CESR considers that the exemption in article 4.2 g) of the Directive does not apply to cases of nontransferable securities converted into shares. The Prospectus Directive specifically defines “securities” as “transferable securities” and does not give room to consider that article 4.2 g) applies to the conversion of non-transferable securities (especially taking into consideration that this relates to an exemption of publishing a prospectus)”.

²⁸⁸³ Idem.

²⁸⁸⁴ Idem : “For the case described in the previous paragraph to happen all the following conditions should be met: Offer of the convertible/exchangeable securities without a prospectus; Subsequently not admitted to a regulated market: without prospectus; Admission of more than 10% of the shares without prospectus”. O.i. zijn de eerste twee voorwaarden terecht; de laatste voorwaarde die CESR stelt, lijkt nogal arbitrair : de 10% grens is immers enkel relevant voor art. 4.2.a Prospectusrichtlijn, maar niet voor art. 4.2.g Prospectusrichtlijn. Niettemin spreekt CESR zich enkel uit over de gevallen waarbij aandelen worden toegelaten tot de verhandeling, via de vrijstelling van art. 4.2.g Prospectusrichtlijn, voor meer dan 10% van het aantal reeds toegelaten aandelen.

²⁸⁸⁵ CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, CESR/06-296d, 18 juli 2006 (10 p.), 10 (www.cesr.eu/index.php?docid=3882). Zie tevens de bijgewerkte versie van februari 2007 : CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – Updated version February 2007*, CESR/07-110, februari 2006 (18 p.), 13-14 (www.cesr.eu/index.php?docid=4325).

beperkingen op te leggen geeft CESR echter aan te zullen nagaan of dit “probleem” zich *de facto* stelt, en behoudt CESR zich namens de toezichhouders het recht voor te sanctioneren. Dit is weliswaar een pragmatische houding, maar het is niet duidelijk wat uitgevende instellingen daarmee moeten aanvangen. Het is immers niet duidelijk wat precies een misbruik is. Stel bijvoorbeeld dat een uitgevende instelling met een markkapitalisatie van 500.000.000 EUR voor 100.000.000 EUR effecten plaatst bij gekwalificeerde beleggers. Deze aanbieding is vrijgesteld van prospectusplicht (de gekwalificeerde beleggers-aanbiedingsvrijstelling). Is het in dergelijk geval toegelaten – ja of nee – dat een constructie wordt opgezet om deze effecten via art. 4.2.f Prospectusrichtlijn als aandelen toe te laten tot de verhandeling op een gereguleerde markt? Aangezien de bijkomende toelating 20% van de reeds toegelaten aandelen bedraagt, kan de bevoegde toezichhoudende overheid menen dat het hier om een misbruik gaat. Maar wat is een misbruik? Is het geen misbruik indien de uitgevende instelling kan aantonen dat er andere economische of juridische redenen waren om de verrichting te structureren via converteerbare effecten?

746. GEHARMONISEERDE OMZETTING IN DE LIDSTATEN. Dat gezegd zijnde, hebben alle onderzochte jurisdicties de bepaling quasi-letterlijk omgezet. Dit geldt voor België²⁸⁸⁶, Nederland (met opnieuw de precisering dat dit ook voor certificaten geldt)²⁸⁸⁷, Frankrijk²⁸⁸⁸, het Verenigd Koninkrijk²⁸⁸⁹ en Duitsland²⁸⁹⁰.

747. TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST EN POGING TOT FORMULEREN VAN EEN *DE LEGE FERENDA* ALTERNATIEF. Net zoals hierboven, hebben we geen relevante omzettingsdivergenties kunnen vaststellen. Echter, de vaagheid van de Prospectusrichtlijn, samen met de vaagheid van het CESR standpunt, creëren aanzienlijke onduidelijkheid omtrent de reikwijdte van deze vrijstelling. De afwezigheid van duidelijke criteria ter bepaling – op voorhand – of een bepaalde structuur een gebruik of een misbruik inhoudt van deze vrijstellingsgrond, leidt in de praktijk tot onduidelijkheid en kan o.i. de efficiëntie van de intermediatie aantasten. Andermaal is hier in zekere zin een beleidsbeslissing te maken, namelijk wat moet de reikwijdte zijn van een dergelijke vrijstelling. *De lege ferenda* moet daarom worden voorgesteld om ofwel deze beleidsbeslissing te herzien (door bijvoorbeeld deze vrijstellingsgrond te schrappen of te beperken), ofwel de beleidsbeslissing te behouden maar in dat geval te voorzien in een uniforme technische uitwerking daarvan.

²⁸⁸⁶ Cf. art. 18, §2, g Prospectuswet : “aandelen die voortvloeien uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van aan andere effecten verbonden rechten, op voorwaarde dat die aandelen tot dezelfde categorie behoren als de aandelen die al tot de verhandeling op dezelfde markt zijn toegelaten”.

²⁸⁸⁷ Cf. Art. 5:4.g Wet Financieel Toezicht : “aandelen of certificaten daarvan die voortkomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van rechten verbonden aan andere effecten, indien die aandelen of certificaten daarvan van dezelfde categorie of klasse zijn als de aandelen of certificaten daarvan die reeds tot de handel op dezelfde gereguleerde markt zijn toegelaten”.

²⁸⁸⁸ Cf. Article 212-5, 7° *Règlement général* : “Les actions résultant de la conversion ou de l’échange d’autres instruments financiers, ou de l’exercice des droits conférés par d’autres instruments financiers, lorsque ces actions sont de la même catégorie que celles admises aux négociations sur un marché réglementé”.

²⁸⁸⁹ Cf. Rule 1.2.3 (7) Prospectus Rules : “shares resulting from the conversion or exchange of other transferable securities or from the exercise of the rights conferred by other transferable securities, if the shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market”.

²⁸⁹⁰ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 7 *Wertpapierprospektgesetz* : “Aktien, die nach der Ausübung von Umtausch- oder Bezugsrechten aus anderen Wertpapieren ausgegeben werden, sofern es sich dabei um Aktien derselben Gattung handelt wie die Aktien, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind”.

DE LEGE FERENDA VOORSTEL

De prospectusplicht geldt niet voor de toelating tot de handel op een gereglementeerde markt van de volgende categorieën effecten: [...] aandelen voortgekomen uit de conversie of omruiling van andere effecten of uit de uitoefening van aan andere effecten verbonden rechten, mits die aandelen tot dezelfde klasse behoren als de aandelen die reeds tot de handel op dezelfde gereglementeerde markt zijn toegelaten; CESR kan op haar website bijkomende modaliteiten bepalen waaraan het gebruik van deze vrijstelling moet voldoen.

5.3.4. Achtste categorie : “Andere gereglementeerde markt”

748. SITUERING. Ten slotte zijn volgens art. 4.2.h Prospectusrichtlijn effecten die reeds tot de handel op een andere gereglementeerde markt zijn toegelaten vrijgesteld van de prospectusplicht. Art. 4.2.h Prospectusrichtlijn stipuleert zeven voorwaarden; deze zijn echter samen te brengen in drie voorwaarden. Ten eerste moeten deze effecten, of effecten van dezelfde klasse, gedurende meer dan 18 maanden toegelaten zijn tot de handel op die andere gereglementeerde markt (en moeten alle geldende verplichtingen inzake handel op deze andere gereglementeerde markt zijn vervuld)²⁸⁹¹. Ten tweede moet voor effecten die voor het eerst tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, een prospectus conform de toen geldende reglementering opgesteld en beschikbaar gesteld²⁸⁹². Ten derde moet de persoon die “in het kader van deze uitzonderingsregeling verzoekt om toelating van een effect tot de handel op een gereglementeerde markt”, een samenvatting ter beschikking stellen van het publiek in een taal die wordt aanvaard door de bevoegde toezichthoudende overheid van de lidstaat van de gereglementeerde markt waarvoor de toelating wordt gevraagd; deze samenvatting wordt opgesteld en ter beschikking gesteld van het publiek in de lidstaat van de gereglementeerde markt waarvoor de toelating tot de handel wordt gevraagd, conform de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening; voorts wordt in het document vermeld waar het meest recente prospectus te verkrijgen is en waar de uitgevende instelling de financiële informatie op grond van zijn doorlopende informatieverplichtingen ter beschikking stelt²⁸⁹³.

749. DE OMZETTING IN DE ONDERZOCHE JURISDICTIES EN TOETSING AAN DE HARMONISATIETEST. Deze bepaling werd door alle onderzochte jurisdicties quasi-letterlijk omgezet. Dit geldt voor België²⁸⁹⁴, Nederland²⁸⁹⁵, Frankrijk²⁸⁹⁶, het Verenigd Koninkrijk²⁸⁹⁷ en Duitsland²⁸⁹⁸. We menen

²⁸⁹¹ Cf. Artt. 4.2.h.i en 4.2.h.iv Prospectusrichtlijn.

²⁸⁹² Cf. Artt. 4.2.h.ii en 4.2.h.iii Prospectusrichtlijn.

²⁸⁹³ Cf. Artt. 4.2.h.v t.e.m. 4.2.h.vii Prospectusrichtlijn.

²⁸⁹⁴ Cf. art. 18, §2, h Prospectuswet : “effecten die al tot de verhandeling op een andere gereglementeerde markt zijn toegelaten onder de volgende voorwaarden : 1°) deze effecten, of effecten van dezelfde categorie, waren gedurende meer dan achttien maanden toegelaten tot de verhandeling op die andere gereglementeerde markt, 2°) voor effecten die na 1 juli 2005 voor het eerst tot de verhandeling op een gereglementeerde markt worden toegelaten, is bij de toelating tot de verhandeling op die andere gereglementeerde markt een goedgekeurd prospectus uitgebracht dat, conform artikel 14 van Richtlijn 2003/71/EG, beschikbaar is gesteld voor het publiek, 3°) tenzij het 2°) van toepassing is, is, voor effecten die voor het eerst tot de verhandeling zijn toegelaten na 30 juni 1983, het prospectus goedgekeurd conform het bepaalde in Richtlijn 80/390/EEG of in Richtlijn 2001/34/EG, naar gelang het geval, 4°) de verplichtingen inzake verhandeling op die andere gereglementeerde markt zijn vervuld, 5°) de persoon die, in het kader van deze afwijkingsregeling, om toelating van een effect tot de verhandeling verzoekt, stelt een document beschikbaar voor het publiek conform artikel 21, dat op beknopte wijze en in niet-technische bewoordingen de belangrijkste kenmerken van en de belangrijkste risico's verbonden aan de uitgevende instelling, de eventuele garant en de effecten beschrijft; dat document vermeldt waar de financiële informatie die de uitgevende instelling heeft gepubliceerd op grond van haar informatieverplichtingen, alsook haar recentste prospectus, voor zover dat nog geldig is in de zin van artikel 35, beschikbaar worden gesteld”.

²⁸⁹⁵ Cf. Art. 5:4.h Wet Financieel Toezicht : “effecten die reeds tot de handel op een andere gereglemeenteerde markt zijn toegelaten indien: 1°. die effecten, of effecten van dezelfde categorie of klasse, gedurende meer dan achttien maanden toegelaten zijn tot de handel op die andere gereglemeenteerde markt; 2°. voorzover het effecten betreft die voor het eerst tot de handel op een gereglemeenteerde markt worden toegelaten na inwerkingtreding van de richtlijn prospectus, bij de toelating tot de handel op die andere gereglemeenteerde markt een goedgekeurd prospectus is uitgebracht dat conform artikel 5:21 algemeen verkrijgbaar is gesteld; 3°. het prospectus voor die effecten, indien deze na 30 juni 1983 voor het eerst tot de notering zijn toegelaten is goedgekeurd overeenkomstig richtlijn nr. 80/390/EEG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (PbEG L 100) of richtlijn nr. 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad de Europese Unie van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (PbEG L 184), tenzij het bepaalde onder 2° van toepassing is; 4°. de geldende verplichtingen inzake handel op die andere gereglemeenteerde markt zijn vervuld; 5°. degene die verzoekt om toelating van effecten tot de handel op de gereglemeenteerde markt, een samenvatting algemeen verkrijgbaar stelt in een taal die wordt aanvaard door de Autoriteit Financiële Markten; 6°. de samenvatting op de in artikel 5:21 bedoelde wijze algemeen verkrijgbaar wordt gesteld; en 7°. de inhoud van de samenvatting voldoet aan artikel 5:14 en in de samenvatting vermeld wordt waar het meest recente prospectus te verkrijgen is en waar de uitgevende instelling de financiële informatie op grond van zijn doorlopende informatieverplichtingen ter beschikking stelt”.

²⁸⁹⁶ Cf. Article 212-5, 8° *Règlement général* : “Les instruments financiers déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé lorsqu’il est satisfait aux conditions suivantes : a) Ces instruments financiers ou des instruments financiers de même catégorie ont été admis aux négociations sur cet autre marché réglementé depuis plus de dix-huit mois; b) Pour les instruments financiers admis pour la première fois aux négociations sur un marché réglementé après la date d’entrée en vigueur du présent chapitre, l’admission aux négociations sur cet autre marché réglementé s’est faite en liaison avec le visa d’un prospectus mis à la disposition du public conformément aux articles 212-26 et 212-27; c) Pour les instruments financiers non mentionnés au b et admis pour la première fois aux négociations après le 30 juin 1983 et avant la date d’entrée en vigueur du présent chapitre, un prospectus a été approuvé conformément aux exigences du présent règlement dans sa rédaction en vigueur avant le 9 septembre 2005; d) L’émetteur a satisfait, sur cet autre marché réglementé, à l’ensemble de ses obligations d’information périodique et permanente; e) L’émetteur établit un résumé en français publié et diffusé conformément à l’article 212-27. Dans ce cas, le résumé précise également à quel endroit le prospectus le plus récent peut être obtenu et à quel endroit les informations financières publiées par l’émetteur en application du d sont disponibles”.

²⁸⁹⁷ Cf. Rule 1.2.3 (8) Prospectus Rules : “transferable securities already admitted to trading on another regulated market, on the following conditions: (a) that these transferable securities, or transferable securities of the same class, have been admitted to trading on that other regulated market for more than 18 months; (b) that, for transferable securities first admitted to trading after the 31 December 2003, the admission to trading on that other regulated market was associated with an approved prospectus made available to the public in accordance with Article 14 of the prospectus directive; (c) that, except where (b) applies, for transferable securities first admitted to listing after 30 June 1983, listing particulars were approved in accordance with the requirements of Directive 80/390/EEC or Directive 2001/34/EC; (d) that the ongoing obligations for trading on that other regulated market have been fulfilled; (e) that the person requesting the admission to trading under this exemption makes a summary document available to the public in a language accepted by the competent authority of the EEA State of the regulated market where admission is sought; (f) that the summary document referred to in paragraph (e) is made available to the public in the EEA State of the regulated market where admission to trading is sought in the manner set out in Article 14 of the prospectus directive; and (g) that the contents of the summary document comply with article 5(2) of the prospectus directive. Also the document must state where the most recent prospectus can be obtained and where the financial information published by the issuer pursuant to its ongoing disclosure obligations is available”.

²⁸⁹⁸ Cf. Abschnitt 1, §4(2), 8 *Wertpapierprospektgesetz* : “Wertpapiere, die bereits zum Handel an einem anderen organisierten Markt zugelassen sind, sofern sie folgende Voraussetzungen erfüllen: a) die Wertpapiere oder Wertpapiere derselben Gattung sind bereits länger als 18 Monate zum Handel an dem anderen organisierten Markt zugelassen, b) für die Wertpapiere wurde, sofern sie nach dem 30. Juni 1983 und bis einschließlich 31. Dezember 2003 erstmalig börsennotiert wurden, ein Prospekt gebilligt nach den Vorschriften des Börsengesetzes oder den Vorschriften anderer Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, die auf Grund der Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist (ABl. EG Nr. L 100 S. 1) in der jeweils geltenden Fassung oder auf Grund der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichen Informationen (ABl. EG Nr. L 184 S. 1) in der jeweils geltenden Fassung erlassen worden sind; wurden die Wertpapiere nach dem 31. Dezember 2003 erstmalig zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen, muss die Zulassung zum Handel an dem anderen organisierten Markt mit der Billigung eines Prospekts einhergegangen sein, der in einer in § 14 Abs. 2 genannten Art und Weise veröffentlicht wurde, c) der Emittent der Wertpapiere hat

bijgevolg dat er dienaangaande geen relevante omzettingsdivergenties bestaan.

5.4. TUSSENTIJDEN BESLUIT

In deze afdeling werden de verhandelingsvrijstellingen van art. 4.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. Met enkele uitzonderingen loopt dit vrijstellingsregime grotendeels parallel met de effectenvrijstellingen van art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn. Van de acht verhandelingsvrijstellingen zijn vijf daarvan “materieel gelijklopend” aan de effectenvrijstellingen. Wat betreft de zesde – “*de minimis*” – verhandelingsvrijstelling werd kritisch ingegaan op de diverse interpretaties van de berekening van de 10% drempel. Hoewel de vrijstelling relatief getrouw is omgezet in alle onderzochte jurisdicties, leidt het gebrek aan uniformiteit inzake de technische uitwerking daarvan tot inefficiënties inzake de financiële intermediatie. Om deze reden werd *de lege ferenda* voorgesteld dat CESR uniforme criteria zou kunnen bepalen omtrent hoe de 10% drempel moet worden berekend. In dezelfde context werd eveneens voorgesteld dat CESR op haar website zou voorzien in een vragenformulier waarbij marktparticipanten rechtstreeks vragen aan CESR kunnen stellen omtrent de praktische toepassing van dergelijke technische bepalingen en dat het antwoord zal gepubliceerd worden in een gegevensbank die te consulteren is op de CESR website. Eenzelfde soort kritiek hebben we ook gemaakt ten aanzien van de zevende verhandelingsvrijstelling (conversie of omruiling). De poging van CESR om in deze context meer helderheid te brengen – waarbij een soort anti-misbruik doctrine lijkt te worden geïmpliceerd – werd bekritiseerd als ontoereikend. *De lege ferenda* werd daarom andermaal voorgesteld om, indien vanuit het beleid gekozen wordt om deze vrijstellingsgrond te behouden, te voorzien in een uniforme technische uitwerking, waarbij CESR bijkomende modaliteiten zou kunnen bepalen waaraan het gebruik van deze vrijstelling moet voldoen. Ten slotte, wat de achtste categorie (andere gereguleerde markten) betreft, zagen we geen relevante omzettingsdivergenties.

die auf Grund der Richtlinien der Europäischen Gemeinschaft erlassenen Vorschriften betreffend die Zulassung zum Handel an dem anderen organisierten Markt und die hiermit im Zusammenhang stehenden Informationspflichten erfüllt, d) der Zulassungsantragsteller erstellt ein zusammenfassendes Dokument in deutscher Sprache, e) das zusammenfassende Dokument nach Buchstabe d) wird in einer in § 14 vorgesehenen Art und Weise veröffentlicht und f) der Inhalt dieses zusammenfassenden Dokuments entspricht den Anforderungen des § 5 Abs. 2 Satz 2. Ferner ist in diesem Dokument anzugeben, wo der neueste Prospekt sowie Finanzinformationen, die vom Emittenten entsprechend den für ihn geltenden Publizitätsvorschriften offen gelegt werden, erhältlich sind”.

ALGEMEEN BESLUIT BIJ DEEL 2

Dit tweede deel omvatte een kritische analyse van de *methode van harmonisatie* van de Prospectusrichtlijn, waarbij de in Deel 1 geïdentificeerde harmonisatietest werd toegepast op de omzetting van de Prospectusrichtlijn. Centraal stond daarbij een systematische en grondige, rechtsvergelijkende analyse van de omzetting in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland.

In Hoofdstuk 1 werd de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn geconfronteerd met de wijze waarop de Prospectusrichtlijn is omgezet in de onderzochte jurisdicties. We stelden vast dat het proces van harmonisatie dat met de Prospectusrichtlijn heeft plaatsgevonden – eerder dan een “totale” harmonisatie – beter te benoemen als een “coöperatieve harmonisatie”. Coöperatieve harmonisatie is een proces waarbij de verschillende actoren zich hebben akkoord verklaard om te coöpereren teneinde het gewenste niveau van harmonisatie te bereiken. Tevens werd de vraag gesteld of deze coöperatieve harmonisatie niet versterkt kan worden door een geïnstitutionaliseerde informatie-uitwisseling, en per hypothese, een *Algemene Prospectusverordening* die bepaalde aspecten van de bestaande Prospectusrichtlijn op een verordeningniveau zou reguleren.

In Hoofdstuk 2 werden vervolgens de regels inzake de prospectusplicht onderzocht op basis van een systematisch, grondig rechtsvergelijkend onderzoek, namelijk de bevoegdheidsaanwijzing van de toezichthoudende overheid, de prospectusplicht wegens een aanbieding van effecten aan het publiek en de prospectusplicht wegens de toelating van effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Dit waren enkele van onze conclusies. Ten eerste zou een centrale gegevensbank, op het niveau van CESR, met integrale versies van alle goedgekeurde prospectussen, de kosten inzake de toegang van de informatie kunnen reduceren en de efficiëntie van de intermediatie verhogen. Ten tweede zou het aanwenden van reclamemiddelen om het publiek ertoe aan te zetten om een bepaalde, mogelijke beleggingsbeslissing te nemen, in het oog van de harmonisatietest een meer efficiënt criterium lijken ter bepaling van de notie van de “openbare aanbieding”. Ten derde zou de mogelijkheid moeten voorzien worden om de geharmoniseerde prospectusplicht uit te breiden tot financiële instrumenten die op heden niet vallen in de definitie van een “effect” voor de doeleinden van de Prospectusrichtlijn alsook de MTF’s.

In Hoofdstuk 3 werd ten slotte de regeling van de vrijstellingen in artt. 3.2, 4.1 en 4.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht, waarbij de omzettingsdivergenties in de diverse onderzochte jurisdicties getoetst werden aan de harmonisatietest. Daarbij werden diverse divergenties vastgesteld, die relevant zijn in het oog van de harmonisatietest. Dergelijke divergenties konden evenwel relatief makkelijk, via een herformulering van de bepalingen van de bestaande Prospectusrichtlijn, gereduceerd worden.

Onze vaststellingen en conclusies werden vertaald in een vijftwintigtal *de lege ferenda* voorstellen die o.i. de efficiëntie van de intermediatie en dus de financiële ontwikkeling ten goede zouden komen (of preciezer gezegd : die de geïdentificeerde inefficiënties neutraliseren). Hoewel een substantieel aantal van deze *de lege ferenda* voorstellen geformuleerd werden op basis van de omzettingen in de lidstaten, duidt ons onderzoek erop dat de vereiste uniformiteit om een efficiënte intermediatie te garanderen, met zich brengt dat deze voorstellen zouden worden opgenomen in een *Algemene Prospectusverordening*. In de conclusies van het onderzoek hierna wordt een ontwerp van zulke *Algemene Prospectusverordening* geformuleerd en dit op basis van de *de lege ferenda* voorstellen die in dit Deel werden gedaan

CONCLUSIES VAN HET ONDERZOEK

BEKNOPTE CONCLUSIES

(1) We hebben onderzocht wat de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht zijn. In dat opzicht hebben we een strikt onderscheid gemaakt tussen enerzijds de doelstellingen van de prospectusplicht zelf en anderzijds de doelstellingen van de harmonisatie daarvan. Wat de doelstellingen van de prospectusplicht zelf betreft, kwamen we tot de conclusie dat de prospectusplicht niet strekt ter bescherming van beleggers: een belegger wordt niet rechtstreeks beschermd door de informatie in een prospectus. De prospectusplicht heeft daarentegen wel als doel de efficiëntie van de markt te waarborgen, en aldus op deze wijze onrechtstreeks bij te dragen tot de bescherming van de belegger en het vertrouwen van de markt.

(2) Wat anderzijds de doelstellingen van de harmonisatie betreft, concludeerden we dat de harmonisatie van de prospectusplicht beoogt de efficiëntie van de financiële intermediatie te vergroten, dit wil zeggen dat door de harmonisatie de vraag naar financieringsmiddelen efficiënter zal kunnen bespeeld worden door het aanbod daarvan. Hoewel de economische theorie dienaangaande niet vaststaat, lijkt het aanneembaar te stellen dat de efficiëntie van de financiële intermediatie onder bepaalde voorwaarden kan bijdragen tot meer groei en werkgelegenheid en derhalve de Lissabon agenda mee kan verwezenlijken.

(3) Eenmaal deze doelstellingen geïdentificeerd, hebben we de centrale vraag gesteld of de harmonisatie die op dit ogenblik bereikt wordt door de Prospectusrichtlijn voldoende is om deze twee doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht te bereiken. Het onderzoek duidt erop dat het naïef zou zijn deze vraag zonder meer positief te beantwoorden. Uit de gedetailleerde rechtsvergelijkende analyse in Deel 2 blijken immers een significant aantal omzettingsdivergenties alsook gebreken in de architectuur van de Prospectusrichtlijn te bestaan. We hebben dergelijke omzettingsdivergenties en gebreken systematisch geanalyseerd om uit te maken of deze relevant kunnen zijn voor het bereiken van de doelstellingen van de geharmoniseerde prospectusplicht. Op meerdere punten stelden we evenwel vast dat de divergenties en gebreken een zodanige omvang vertonen dat een positief effect van de huidige geharmoniseerde prospectusplicht op de efficiëntie van de markt en van de financiële intermediatie niet mag worden aangenomen.

(4) Deze vaststelling was echter niet het eindpunt in dit onderzoek. Zo werden een 25-tal concrete *de lege ferenda* voorstellen geformuleerd die enerzijds de relevante divergenties en anderzijds de gebreken van de Prospectusrichtlijn beogen te remediëren, en dit met het oog op het herleiden van de huidige inefficiënties en het aldus doen afstemmen van de Prospectusrichtlijn op haar doelstellingen. Deze voorstellen – die in het onderzoek telkens in het Nederlands zijn geformuleerd maar in de uitgebreide conclusie ook zijn gegroepeerd in een Engels tekstvoorstel van Algemene Prospectusverordening (zie hierna) – zijn onder meer geïnspireerd op de ECMH en *behavioral finance*.

(5) Daarbij is het essentieel dat de informatie en know-how die nu op lidstatelijk niveau is georganiseerd, *de lege ferenda* op Europees niveau wordt verzameld en bekend gemaakt aan het publiek. Dit geldt ten eerste voor de know-how van de verschillende lidstaten – zoals nationale omzettingsinstrumenten of interpretaties van toezichthoudende overheden – die kunnen worden gegroepeerd in één centrale gegevensbank. Indien zulke gegevensbank beschikbaar wordt gesteld aan de toezichthoudende overheden en aan het publiek, wordt aan de marktspelers de mogelijkheid geboden – zonder daartoe verplicht te zijn – om zelf op zoek te gaan naar relevante uitvoeringsmaatregelen in andere lidstaten. Dit kan bijdragen tot harmonisatie die aangedreven wordt vanuit de markt. Ten tweede zouden prospectussen moeten worden gepubliceerd op een geïntegreerde Europese gegevensbank, waarbij het Amerikaanse EDGAR als voorbeeld kan dienen, dat evenwel niet blind mag gekopieerd

worden. Er kan daarbij overwogen worden om de diverse modi van informatieverstrekking – op basis van de Prospectusrichtlijn, de Marktmissbruikrichtlijn of de Transparantierichtlijn – te synthetiseren in deze gegevensbank, die erop gericht moet zijn om de juistheid, volledigheid, tijdigheid, relevantie, standaardisering en vergelijkbaarheid van informatie te maximaliseren en de kosten voor alle gebruikers – de uitgevende instellingen, de beleggers én de toezichthoudende overheden – te minimaliseren, om aldus de efficiëntie van de markten en de efficiëntie van de financiële intermediaatiete bevorderen.

(6) We hebben bovendien vastgesteld dat de meeste omzettingsdivergenties “te goeder trouw” zijn ontstaan, bijvoorbeeld doordat lidstaten bepaalde lacunes trachtten te verbeteren, door de vaagheid van sommige van de bepalingen van de Prospectusrichtlijn, of door de invloed van de juridische traditie. Meerdere van de *de lege ferenda* voorstellen die we hebben geformuleerd, maken overigens uitgebreid gebruik van zulke “verbeteringen” door de lidstaten. We hebben anderzijds geen omzettingsverschillen waargenomen die om duidelijk protectionistische redenen werden ingevoerd. Integendeel, we hebben diverse vormen van “coöperatie” waargenomen, waarbij de lidstaten zich vrijwillig lijken te hebben ingeschreven in een logica van verdere convergentie – een proces dat we hebben aangeduid als “coöperatieve harmonisatie”.

(7) Toch blijkt naar onze mening dat dit proces van “coöperatieve harmonisatie”, samen met de huidige Prospectusrichtlijn en het onderliggende Lamfalussy reguleringsmodel, te zwak is om op een efficiënte (en snelle) wijze de huidige divergenties te neutraliseren. Om deze reden kan beleidsmatig worden overwogen om een aantal sleutelbepalingen op te nemen in een “Algemene Prospectusverordening” die op Lamfalussy niveau 1 onder meer de definities, het vrijstellingsregime en de rol van CESR zou *uniformiseren*. De huidige Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening kunnen, eventueel in aangepaste vorm, naast dergelijke Algemene Prospectusverordening blijven bestaan.

(8) Wat anderzijds de gebreken in de architectuur betreft, verschillen de conclusies van het onderzoek aanzienlijk van de evaluatierapporten die in 2007 en 2008 zijn gepubliceerd door respectievelijk ESME, CESR en CSES. Dergelijke rapporten lijken te zeer te zijn opgesteld door dezelfde instellingen die de Prospectusrichtlijn hebben opgesteld. Bovendien zijn bepaalde belangengroepen oververtegenwoordigd. De evaluatierapporten falen ook om sommige van de fundamentele beleidskeuzen die gemaakt werden bij de conceptie van de Prospectusrichtlijn – zoals de verborgen territorialiteit van de Prospectusrichtlijn, de definitie van de “openbare aanbidding” of de reikwijdte van het vrijstellingsregime – en die desgevallend mee een rol hebben gespeeld bij het ontstaan of de omvang van de financiële crisis van 2008, in vraag te stellen. Onafhankelijk academisch economisch onderzoek is vereist om deze beleidskeuzen op geïnformeerde wijze te kunnen nemen.

(9) Bij het formuleren van een tekstvoorstel van Algemene Prospectusverordening (dat hierna is opgenomen) is bovendien de idee verworpen dat prospectusplicht een middel kan of behoort te zijn van rechtstreekse bescherming van niet-professionele beleggers. Dit is conform onze analyse van de doelstellingen van de prospectusplicht. In het proefschrift werd om deze reden ook een alternatief model van beleggersbescherming voorgesteld, dat niet zozeer gebaseerd is op een informatieparadigma, maar op een intermediaatiewereldparadigma, waarbij niet-professionele beleggers verplicht zouden worden om geïntermedieerd te beleggen. Hierbij wordt de vrijheid van niet-professionele beleggers gedeeltelijk ingeruild voor minder verantwoordelijkheid voor – al dan niet slechte – beleggingsbeslissingen.

(10) Ten slotte is ervoor gepleit om *de lege ferenda* aan CESR een meer uitgebreide rol van regelgevende bevoegdheden te geven om, via een delegatie en desgevallend als agentschap, zelf technische regels uit te vaardigen en om een aantal technische bepalingen van de prospectusreglementering uit te breiden of te wijzigen, en dit binnen vooraf bepaalde grenzen en onder toezicht van de Europese Commissie, waarbij steeds de doelstellingen van efficiëntie inzake financiële intermediaatiete en marktefficiëntie dienen te worden nagestreefd. Ook dit voorstel werd opgenomen in het tekstvoorstel van Algemene Prospectusverordening.

UITGEBREIDE CONCLUSIES

750. In voorliggend proefschrift werd getracht de geharmoniseerde prospectusplicht van de Europese Prospectusrichtlijn kritisch te onderzoeken. Dit onderzoek werd opgesplitst in twee delen.

1. ONDERZOEK NAAR DE DOELSTELLINGEN VAN DE HARMONISATIE VAN DE PROSPECTUSPLICHT (DEEL 1)

751. In een eerste deel werd onderzocht wat de doelstellingen van de harmonisatie van de prospectusplicht zijn. Het eerste deel viel daarom zelf uiteen in twee luiken : een eerste hoofdstuk onderzocht de doelstellingen van de prospectusplicht zelf; het tweede hoofdstuk de doelstellingen van de harmonisatie van dit domein.

1.1. Resultaten van het onderzoek naar de doelstellingen van de prospectusplicht (Hoofdstuk 1)

752. Prospectusplicht is een wezenlijk onderdeel van het “informatieparadigma”, namelijk de idee dat beleggers geïnformeerde investeringsbeslissingen kunnen nemen – en dus via informatie risico en rendement beter kunnen inschatten – door informatie verplicht beschikbaar te stellen. Waar de democratisering van het spaarwezen tussen 1850 en het begin van de twintigste eeuw de eerste aanzetten gaf tot het informatieparadigma, zorgde de beurscrash van 1929 en de depressie van de jaren dertig van die eeuw voor een radicalisering ervan. Eind jaren dertig was het informatieparadigma in de meeste lidstaten van Europa en in de Verenigde Staten een juridisch feit. Niettemin kwam er later langzaam voorzichtige kritiek op het nut van dergelijk informatieparadigma. Dergelijke kritiek verscherpte in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Het antwoord dat daarop gegeven werd eind jaren zeventig en in de jaren tachtig verschilde sterk tussen de toenmalige Europese Economische Gemeenschap – waar voornamelijk beoogd werd de prospectusreglementering meer te harmoniseren – en de V.S. – waar voornamelijk beoogd werd de efficiëntie van de informatie te verhogen. Anno 2008 kan men stellen dat het informatieparadigma zich in het hart van het effectenrecht heeft genesteld : in de loop van de vorige eeuw is een “cultuur van – steeds meer – informatie” ontstaan. Deze wordt, sinds kort, ook aangezwengeld door de financiële media, het internet en de elektronische communicatie, de hogere verwachtingen gecreëerd door financiële analisten, en een verhoogd risico op latere juridische acties indien bepaalde informatie niet werd vrijgegeven. Verwacht kan worden dat tengevolge van de financiële crisis van 2008 de reikwijdte en de efficiëntie van dit informatieparadigma opnieuw onder verhoogde aandacht zal staan.

753. Deze “cultuur van informatie”, mee gedragen door de prospectusplicht, vormt een onderdeel van, en is de ultieme bevestiging van, de vrijheid en autonomie van beleggers en markten, en creëert om die reden een verantwoordelijkheid om op basis van de beschikbare informatie te handelen. Dergelijke onderliggende maatschappijordening – gebaseerd op vrijheid en verantwoordelijkheid – kan in vraag gesteld worden. Met name rijst de vraag of de prospectusplicht op een doeltreffende wijze haar ambities bereikt. De kosten van de prospectusplicht zijn immers niet gering. Er is gewezen op directe en indirecte kosten, eenmalige en recurrente kosten. Deze kosten worden gedragen door de beleggers, in hun hoedanigheid van aandeelhouder van de uitgevende instelling, en door de maatschappij, waarbij in het slechtste geval zinvolle projecten niet gefinancierd worden. De globaliserende financiële markten hebben deze kosten bovendien meer dan ooit relevant gemaakt. Er is in dat opzicht aangetoond dat significante verschillen inzake IPO kosten bestaan op globaal niveau, en dat er indicaties zijn dat zowel in de trans-Atlantische verhouding als binnen de Europese Unie, mee op basis van de kosten geconcurrereerd wordt om uitgevende instellingen (en IPO's) aan te trekken. Het kostenaspect van de prospectusplicht is relevant. Een lagere kostenstructuur kan de efficiëntie van financiële intermediaatie – namelijk het samenbrengen van het aanbod en de vraag tot financiering – verhogen. Daarbij moet

evenwel gepreciseerd worden dat een verlaging van de kostprijs ten nadele van het bereiken van de doelstellingen van de prospectusplicht moet vermeden worden.

754. Dat brengt ons bij de vraag wat de doelstellingen zijn van de prospectusplicht. Luidens de consideransen van de Prospectusrichtlijn, zijn deze doelstellingen tweeledig, namelijk: “de beleggers te beschermen en de efficiëntie van de markt te waarborgen [...]”. Eerst werd de doelstelling van de de beleggersbescherming onderzocht. Hoewel beleggersbescherming is aangemerkt als een uitdrukkelijke, rechtstreekse, doelstelling van de Prospectusrichtlijn, is de vraag gesteld hoe de prospectusplicht kan bijdragen tot de bescherming van de belegger. Het nemen van een geïnformeerde investeringsbeslissing vergt namelijk een aanzienlijke kostprijs. Indien een belegger rationeel gebruik wil maken van informatie, dient hij of zij deze op te sporen, te lezen, te analyseren en er rationeel gebruik van te maken, en bovendien zich rekenschap geven van de beperkingen ervan, zoals de noodzaak tot diversificatie. Sommige beleggers – de professionele beleggers – worden vergoed om de beschikbare informatie op een rationele wijze te analyseren en begrijpen, en hebben daartoe de nodige middelen, tijd en know-how ter beschikking. Hun spiegelbeeld zijn niet-professionele, “gewone” beleggers, die occasioneel en zonder bijzondere opleiding, achtergrond of ervaring in effecten beleggen. Waar precies een concrete belegger zich op dit continuüm bevindt, hangt weinig af van zijn of haar kwetsbaarheid of rijkdom, maar wordt in hoofdzaak bepaald door de wijze waarop rationeel met informatie wordt omgegaan.

755. Dit onderscheid zit in zekere mate ook vervat in de Prospectusrichtlijn, die toelaat de prospectusplicht te moduleren in functie van de identiteit van de belegger aan wie effecten worden aangeboden (we noemden dit “beleggersmodulering”). Dergelijke beleggersmodulering impliceert echter een tweedeling : ofwel is men een professionele belegger, ofwel is men een niet-professionele belegger. Voor professionele beleggers komt de “modulering” van de prospectusplicht grotendeels neer op een “negatie” van het informatieparadigma. Door de prospectusvrijstelling is er immers geen geharmoniseerde prospectusplicht meer. Voor niet-professionele beleggers daarentegen is in principe geen beleggersmodulering meer mogelijk : de geharmoniseerde prospectusplicht zal in wezen integraal van toepassing zijn. De dichotomie tussen enerzijds het volledige informatieparadigma (voor niet-professionele beleggers) en de negatie daarvan (voor professionele beleggers) doet ons concluderen dat de doelstelling van de beleggersbescherming die vervat zit in de Prospectusrichtlijn in wezen beperkt is tot de bescherming van de *niet-professionele* belegger.

756. Om deze reden hebben we het gedrag van *niet-professionele* beleggers onderzocht, namelijk : (i) wordt het prospectus door deze beleggers gelezen?; (ii) wordt het prospectus door deze beleggers begrepen?; en ten slotte (iii) handelen deze beleggers op basis van deze informatie? Deze vragen zijn ontleend aan artikel 5.1 Prospectusrichtlijn, hetgeen voorschrijft dat het prospectus moet worden “gepresenteerd in een vorm die makkelijk te analyseren en te begrijpen is” en de “noodzakelijke informatie” moet vormen om de beleggers “in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen” omtrent zijn of haar investeringsbeslissing. Op basis van recent empirisch onderzoek blijkt men deze vragen negatief te moeten beantwoorden : niet-professionele beleggers zullen doorgaans het prospectus niet lezen, niet begrijpen en/of niet handelen op basis van een rationele inschatting van de informatie in het prospectus. Deze vaststelling staat op gespannen voet met het feit dat, op voorwaarde dat de belegger accurate en volledige informatie is verstrekt omtrent de risico’s van de investeringsbeslissing, hij of zij verantwoordelijk is voor deze beslissing. We noemen dit het perverse effect van de prospectusplicht : de gegeven informatie werkt niet als rechtstreekse bescherming van beleggers, maar eerder als bescherming tegen beleggers.

757. Bestaan er dan alternatieven die wel beleggersbescherming bewerkstelligen? We hebben een aantal alternatieven onderzocht – zoals “*debiasing*” voorstellen of “financiële opvoeding” initiatieven – maar kwamen uit bij de vaststelling dat deze grotendeels terug te brengen zijn tot het informatieparadigma. Wij stelden echter een alternatief model van beleggersbescherming voor dat gebaseerd is op een intermediatieparadigma in plaats van een informatieparadigma. Aangezien de meest

effectieve vorm van rechtstreekse beleggersbescherming erin bestaat om de niet-professionele beleggers te verplichten gediversifieerd te beleggen, zou de wetgever – als die het echt meent met beleggersbescherming – voor niet-professionele beleggers een intermedieparadigma kunnen opleggen. In dit intermedieparadigma zouden niet-professionele beleggers enkel nog “geïntermedieerd” mogen beleggen (bijvoorbeeld via vermogensbeheer, via een collectieve beleggingsinstelling, via een verzekeringsonderneming of in het kader van een pensioenregeling). Bij verplichte intermedie zal de effectenportefeuille van de niet-professionele belegger – op verantwoordelijkheid van de professionele intermediair – noodzakelijk gediversifieerd zijn en zal deze belegger rechtstreeks beschermd worden door de materiële regels – de MiFID gedragsregels, de verzekeringsregelgeving dan wel de regels inzake instellingen van collectieve beleggingen of inzake pensioeninstellingen – die van toepassing zijn op de gereguleerde onderneming met wie hij of zij contracteert.

758. Vervolgens werd onderzocht of de tweede doelstelling – het waarborgen van een efficiënte markt – bereikt wordt door de prospectusplicht. Het theoretisch kader wordt daartoe aangereikt door de Efficiënte Kapitaalmarkten Hypothese oftewel de ECMH. Volgens deze hypothese leidt de prospectusplicht ertoe dat informatie “beschikbaar” wordt gemaakt aan de markten en draagt zo bij aan (i) de accuraatheid van de markt, (ii) de stabiliteit en liquiditeit van de markt en (iii) de controle van de markt. Een aantal *event studies*, hoewel niet conclusief, lijken er bovendien op te wijzen dat de prospectusplicht inderdaad kan bijdragen tot een verhoogde marktefficiëntie. Niettemin moeten de beperkingen en de veronderstellingen van de theorie van de ECMH in rekening worden gebracht. Zo zal een markt pas efficiënt zijn indien (i) geen transactiekosten bestaan voor het verhandelen van effecten, (ii) alle marktparticipanten kosteloze toegang hebben tot alle beschikbare informatie, (iii) de marktparticipanten rationeel handelen, of minstens overeenstemming bestaat omtrent hoe de verwachtingen van toekomstige geldstromen en de correctie zal dienen te gebeuren. Indien deze voorwaarden niet vervuld zijn, geldt strikt genomen de ECMH niet. We hebben daarnaast ook de impact van de *behavioral finance* op de klassieke ECMH theorie aangehaald. Hoewel de “irrationale” van de *behavioral finance* niet noodzakelijk incompatibel is met de “rationale” van de ECMH, is het in de huidige stand van de economische literatuur nog onduidelijk of – en in welke mate – de ECMH moet worden gecorrigeerd. Bijgevolg past een caveat indien prospectusreglementering wordt gebaseerd op de ECMH.

759. Minstens zal de prospectusplicht – indien zij de doelstelling van het waarborgen van een efficiënte markt wil bereiken – moeten voldoen aan de hierboven vermelde veronderstellingen van de ECMH. Zo moet de prospectusreglementering erop gericht zijn dat de transactiekosten gereduceerd worden, waardoor arbitrage makkelijker wordt gemaakt (en afwijkingen op de fundamentele waarde efficiënter – en goedkoper – gecorrigeerd kunnen worden). De toegang tot informatie moet bovendien zoveel als mogelijk kosteloos zijn. Dit betekent dat de informatie die via de prospectusplicht beschikbaar wordt gemaakt, efficiënt op te sporen en te analyseren moet zijn. Ook moet de prospectusreglementering erop gericht zijn om – bijvoorbeeld via aansprakelijkheidsregels – een verhoogd rationeel beslissingsproces op te leggen aan professionele beleggers. Uit de bespreking van de consideransen van de Prospectusrichtlijn bleek dat de marktefficiëntie voor de Europese wetgever in grote mate in verband staat met het *vertrouwen* van beleggers in de markt. Dat is o.i. terecht. Een verhoogde marktefficiëntie betekent immers dat de prijzen van effecten meer hun fundamentele waarde zullen benaderen. Dit is hoe de prospectusplicht niet-professionele beleggers beschermt. Niet via informatie die rechtstreeks een beleggingsbeslissing moet beïnvloeden. Maar wel via informatie die leidt tot meer accurate prijzen en die zo, onrechtstreeks, de niet-professionele belegger die effecten aankoopt, beschermt. Het collectief effect daarvan komt neer op wat men zou kunnen noemen het vertrouwen van beleggers.

760. Op basis van de voorgaande analyse trokken we de volgende conclusies : de rechtstreekse beleggersbescherming is een oneigenlijke doelstelling van de prospectusplicht (precies het omgekeerde blijkt waar), en het waarborgen van de marktefficiëntie is de – enige – doelstelling van de

prospectusplicht. In deze context werd een test geformuleerd met betrekking tot de doelstelling van de prospectusplicht : (i) bereikt de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) efficiëntie van de markten (criterium); en (iii) heeft een specifieke regel een negatieve impact op de efficiëntie van de markten? (test).

1.2. Resultaten van het onderzoek naar de doelstellingen van de harmonisatie van de prospectusplicht (Hoofdstuk 2)

761. Het zou fout zijn om de harmonisatie van de Prospectusrichtlijn – en ruimer, het Actieplan Financiële Diensten (oftewel FSAP) waarvan de Prospectusrichtlijn deel uitmaakt – puur op zichzelf te beschouwen en los te zien van de historische context. Een historische analyse toont aan dat de huidige harmonisatiebeweging moet gezien worden in een lange geschiedenis van rapporten en pogingen – via onder meer het SEGRÉ RAPPORT, het WERNER RAPPORT, het WITBOEK OMTRENT DE VOLTOOIING VAN DE INTERNE MARKT gevolgd door de EUROPESE AKTE en het DELORS RAPPORT – om tot een (meer) geïntegreerde kapitaalmarkt te komen. In de jaren negentig van de vorige eeuw ontstond evenwel opnieuw het gevoel dat de hervormingen qua omvang en snelheid tekort schoten om een geïntegreerde kapitaalmarkt te realiseren. In 1998 werd om deze reden een nieuwe fase ingeluid, waarbij door de Europese Raad aan de Europese Commissie een mandaat werd gegeven om een “actiekader voor de verbetering van de interne markt voor financiële diensten” in te dienen, hetgeen een jaar later resulteerde in het FSAP. Enkele maanden later werd dit FSAP gerecupereerd en krachtig versterkt werd door de zogenaamde “Lissabon doelstellingen” van 2000 met de ambitie voor de Europese Unie om “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang”. Het FSAP werd voortaan beschouwd als een instrument teneinde de Lissabon doelstellingen te halen, dit wil in wezen zeggen groei en werkgelegenheid. Dat betekent dat een analyse van het falen of slagen van het FSAP uitiem moet kwantificeren of – en in welke mate – deze Lissabon doelstellingen al dan niet bereikt werden.

762. Vanuit dergelijk historisch perspectief moet worden vastgesteld dat het gestage tempo van de harmonisatiebeweging vóór het FSAP in schril contrast staat met de harmonisatiebeweging die via het FSAP heeft plaatsgevonden, waarvan de Europese Commissie overigens in 2005 stelde dat deze kon beschouwd worden als één van de grote successen van de Lissabon agenda. Drie mogelijke verklaringen voor deze cesuur werden onderzocht. Zo kon het FSAP worden beschouwd als een “noodzakelijk antwoord” op de vragen van zijn tijd (de crisis van de instellingen op het einde van de vorige eeuw en externe factoren, zoals de globalisering, de EMU en technologische ontwikkelingen). O.i. verklaart dat evenwel nog niet waarom het FSAP het aanslepende harmonisatieproces van de afgelopen decennia heeft doorbroken. Als tweede mogelijke verklaring hebben we daarom het effect van de Lamfalussy-reguleringsmethode van 2001 – aangemerkt als “landmark in the history of EC securities regulation” – onderzocht. Echter, ook deze verklaring riep de meer fundamentele vraag op waarom de Lamfalussy-methode aanvaard werd. Dat laatste bracht ons bij een derde verklaringspoging die stoelt op een analyse van de drijvende krachten en de tegenkrachten met betrekking tot de regulering van dit domein. Als drijvende krachten achter het succes van het FSAP werden niet alleen de gewijzigde markten geïdentificeerd, maar ook de achterliggende motieven en de convergerende belangen van de diverse spelers – inclusief de Europese Commissie en de pan-Europese financiële instellingen – alsook de aanzienlijke techniciteit van de materie en een ideologische ondertoon van liberalisering, die allen ervoor hebben gezorgd dat de traditionele tegenkrachten – de nationale lidstaten of de “national champions” in een lidstaat – werden geneutraliseerd, en dit in de veronderstelling dat het FSAP zou leiden tot meer groei en werkgelegenheid.

763. De centrale doelstelling van het FSAP – alsook de centrale veronderstelling – is dat een verhoging van de efficiëntie en een integratie van de financiële markten zal resulteren in groei en in meer werkgelegenheid, namelijk : “[t]he FSAP is a motor for growth”. Impliciet is een tweede veronderstelling, namelijk dat dergelijke doelstelling kan worden bereikt via regulering. Op basis van

een gedetailleerd onderzoek van de werkzaamheden van de Europese Commissie sinds de conceptie van het FSAP, hebben we vastgesteld dat er in eerste instantie geen verifieerbare economische legitimatie bestond dat deze basisveronderstellingen correct waren. Pas in 2002 – vier jaren na de publicatie van het ontwerp van het FSAP – werd de eerste economische studie omtrent het FSAP gepubliceerd. Deze eerste studie – uitgevoerd door LONDON ECONOMICS – is o.i. op diverse punten bekritiseerbaar en werd daarenboven door de Europese Commissie op eenzijdige, enigszins misleidende, wijze geciteerd ter legitimatie van het FSAP. Daarna werden nog twee andere studies gepubliceerd. Een tweede studie werd uitgevoerd door het INSTITUT FÜR EUROPÄISCHE POLITIK EN HET ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSFORSCHUNG en is een stuk genuanceerder, onder meer door te verwijzen naar natuurlijke obstakels, zoals taal, cultuur of vertrouwen, die moeilijk kunnen omgebogen worden door beleidsmaatregelen. Toeval of niet, deze tweede studie is amper door de Europese Commissie geciteerd. In een derde studie – uitgevoerd onder de auspiciën van het DIRECTORAAT-GENERAAL VOOR ECONOMISCHE EN FINANCIËLE ZAKEN – werden vier theoretische scenario's van integratie onderzocht op hun effect op economische groei. Hoewel in het meest ideale scenario de groei gelijk zou zijn aan 0,94% en 0,92% per jaar, komt de studie ook tot de conclusie dat sommige lidstaten veel meer groeien dan andere lidstaten (het effect in de nieuw toegetreden lidstaten is overigens tot op heden niet onderzocht). Uit ons onderzoek bleek dat elk van deze studies op essentiële punten kunnen bekritiseerd worden. Op basis van deze studies is het o.i. niet duidelijk hoe de concrete maatregelen van het FSAP – zoals bijvoorbeeld de Prospectusrichtlijn – de doelstelling van het FSAP, namelijk meer groei en werkgelegenheid, zullen helpen bereiken.

764. Om deze reden werd betracht om de – relatief recente – economische literatuur met betrekking tot de causaliteit tussen financiële integratie (en/of financiële ontwikkeling) en groei (het causaliteitsmodel), te onderzoeken om aldus de harmonisatie van de FSAP kritisch te toetsen. Gezien de terminologie in de economische studies aanzienlijk dispaars gebruikt wordt, hebben we de gebruikte begrippen strikt proberen af te lijnen. Financiële integratie betekent dat de voorheen per lidstaat gesegmenteerde financiële markten worden vervangen door geïntegreerde financiële markten. Financiële liberalisering (of deregulering) daarentegen betekent dat hindernissen voor kapitaalstromen worden verwijderd. Waar liberalisering de methode is, is integratie daarbij eerder het gevolg of het doel. Financiële ontwikkeling betekent het gemak waarmee het aanbod van financiering de vraag naar financiering bedient of, met andere woorden, de efficiëntie van de intermediatie tussen financieringsaanbod en -vraag. Financiële structuur staat ten slotte voor de mix van banken, aandelenmarkten en andere instellingen van de financiële sector. We hebben vooreerst een overzicht gegeven van empirische studies in deze context, die vervolgens gekaderd werden in de twee grote theoretische stellingen : het neoklassieke economische model (*capital reallocation model*) en het interne groeiemodel (*endogenous growth model*). We stelden evenwel vast dat de empirische studies die vanaf de jaren negentig van de vorige eeuw werden gevoerd onder toenemende druk staan van “dissonante” stemmen aangaande de empirische resultaten of de onderliggende theorie. Een aantal punten van kritiek zijn van methodologische aard, waarbij gesteld werd dat indien een correcte methodologie zou zijn gevolgd, er zou gebleken zijn dat de correlatie tussen financiële ontwikkeling en groei ofwel neutraal, ofwel zwak negatief is. Daarnaast bestaat ook kritiek inzake de theorievorming. Deze werd in ons onderzoek uitgebreid behandeld, en betrof de causaliteit tussen enerzijds groei en anderzijds, respectievelijk financiële integratie, financiële liberalisering en financiële ontwikkeling. Algemeen kan gesteld worden dat de dissonante literatuur niet bewijst dat het causaliteitsmodel niet kan worden aangehouden. Eerder lijken zich – in dit stadium van de economische literatuur – verfijningen en correcties op te dringen. Op deze grond werd vervolgens getracht om deze economische bronnen (zowel de mainstream als de dissonante studies) enigszins te synthetiseren en de harmonisatiebeweging die binnen het FSAP heeft plaatsgevonden, daaraan te toetsen.

765. Een onderscheid moet gemaakt worden tussen het causaliteitsmodel op basis van financiële ontwikkeling en het causaliteitsmodel op basis van financiële integratie. Het FSAP betreft beide, namelijk zowel de financiële ontwikkeling (het gemak waarmee vraag naar financiering het aanbod van financiering ontmoet) als financiële integratie (de creatie van een ééngemaakte Europese financiële

markt).

766. Enerzijds, wat de financiële ontwikkeling betreft, moet het aanbod van financiering de vraag naar financiering zo efficiënt mogelijk bespelen. Anders gezegd, moet de regelgeving een efficiënte financiële intermediatie mogelijk maken. Hoe dat precies moet, is echter onduidelijk. Een aantal recente studies geven weliswaar indicaties, maar deze zijn vaag en algemeen en er bestaat bovendien geen precies en klaar beeld van de maatregelen die moeten worden genomen om een voldoende hoog niveau van financiële ontwikkeling te bereiken dat daadwerkelijk resulteert in economische groei. Zo kan de efficiëntie van de financiële intermediatie verhoogd worden door informatie- of transactiekosten te reduceren. Daartoe wordt in de economische literatuur onder meer verwezen naar een amalgaam van regels op het gebied van het eigendomsrecht, zekerhedenrecht, toezichtsregels, boekhoudkundige regels, en in het algemeen regels die de beschikbaarheid van financiering vergroten. Ook transparantieregels – inclusief de prospectusreglementering – maken deel uit van financiële ontwikkelingsregels, aangezien verplichte transparantie de zoek- en analysekosten voor potentiële beleggers mee kan reduceren. Verder moeten dergelijke regels ook in de realiteit efficiënt afdwingbaar zijn, en moeten de regels ook door de marktparticipanten als “efficiënt” worden gepercipieerd. Daarnaast kan ook de mededinging in de financiële sector de financiële intermediatie efficiënter maken. Bij de beoordeling of het FSAP haar doelstellingen inzake groei heeft bereikt, zal het daarom niet zozeer de vraag zijn om te weten of een bepaalde materie geharmoniseerd is maar wel welke regels geharmoniseerd zijn en in welke mate ze geharmoniseerd zijn. De volgende vraag – en de test van het FSAP – is of die geharmoniseerde regels bijdragen tot de efficiëntie van de financiële intermediatie, en of er omzettingsverschillen zijn die afbreuk doen aan dergelijke efficiëntie.

767. Wat anderzijds de financiële integratie betreft, moet onderzocht worden of, in de door het FSAP geharmoniseerde regelgeving, (nog) hindernissen bestaan die de kapitaalstromen binnen de E.E.R. bemoeilijken. Net als bij de “financiële ontwikkeling”-test zullen concrete regels worden onderzocht, en zal worden nagegaan of er alternatieve regels bestaan die een betere integratie kunnen creëren. Financiële integratie is bovendien rechtstreeks verbonden met – en staat zelf grotendeels in functie van – de efficiëntie van de financiële intermediatie, en dus de financiële ontwikkeling. Immers, het feit dat de financiële markten geïntegreerd zijn, kan de efficiëntie van de financiële intermediatie vergroten. Dit zal in het bijzonder het geval zijn indien de financiële integratie ook de mededinging verhoogt. Omgekeerd zullen hindernissen tussen lidstaten ook een negatieve impact hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie.

768. Op basis van de voorgaande analyse kwamen we ten slotte tot de volgende test met betrekking tot de doelstelling van de harmonisatie : (i) bereikt de harmonisatie van de prospectusplicht haar doelstelling? (vraagstelling); (ii) financiële ontwikkeling/financiële integratie (criterium); en (iii) heeft een specifiek omzettingsverschil een negatieve impact op de efficiëntie van de financiële intermediatie? (test). Via dergelijke test zal in Deel 2 worden onderzocht of de mate waarin de prospectusplicht geharmoniseerd is, voldoende is om een hoog niveau van financiële ontwikkeling en financiële integratie te garanderen. Daarbij zullen we, via een negatieve en logische vraagstelling, onderzoeken of concrete omzettingsverschillen relevant kunnen zijn, dit wil zeggen een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de financiële intermediatie.

2. ONDERZOEK NAAR DE METHODE VAN DE GEHARMONISEERDE PROSPECTUSPLICHT (DEEL 2)

769. In het tweede deel van het onderzoek werd onderzocht wat de methode van de geharmoniseerde prospectusplicht is. Dit tweede deel valt uiteen in drie luiken. In een eerste Hoofdstuk wordt de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn geconfronteerd met de wijze waarop de Prospectusrichtlijn is omgezet in de onderzochte jurisdicties. Een tweede Hoofdstuk onderzoekt vervolgens de geharmoniseerde prospectusplicht zoals die volgt uit de Prospectusrichtlijn. Een derde

Hoofdstuk analyseert ten slotte de geharmoniseerde vrijstellingen op de prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn.

2.1. Resultaten van het onderzoek naar de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn en de omzettingsbenaderingen in de onderzochte jurisdicties (Hoofdstuk 1)

770. Op basis van een tekstuele analyse van de Prospectusrichtlijn kwamen we tot de vaststelling dat de gebruikte harmonisatiemethode niet duidelijk vermeld is in de Prospectusrichtlijn. De tekst van de Prospectusrichtlijn contrasteert substantieel met de interpretatie van de Prospectusrichtlijn door de verschillende actoren. Gedetailleerd werd ingegaan op de standpunten omtrent de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn die zijn ingenomen door academici, advocatenkantoren, de EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERTS, de toezichthoudende overheden, met inbegrip van het COMITÉ VAN EUROPESE EFFECTENTOEZICHTHOUDERS (CESR), en ten slotte de diverse wetgevers van de lidstaten. Met de uitzondering van – slechts een aantal – academici, werd door deze actoren het maximale harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn bevestigd. Dit betekent dat bij de omzetting van de geharmoniseerde regels door de lidstaten, meer of minder strenge afwijkingen, behoudens vrijwaringsclausules, niet zijn toegestaan. De cristallatie daarvan is de uitdrukkelijke erkenning door CESR in juni 2007 dat de Prospectusrichtlijn “is a maximum harmonisation directive”. Dit leidt tot de wat eigenaardige conclusie dat, hoewel het op basis van een tekstuele lezing niet duidelijk is dat de Prospectusrichtlijn maximale harmonisatie beoogt, *achteraf* door alle relevante actoren – inclusief de lidstaten het karakter van maximale harmonisatie bevestigd werd.

771. We hebben deze vaststelling proberen te vertalen naar een nieuw model van harmonisatie – dat kan worden benoemd als “coöperatieve harmonisatie”. Dit komt erop neer dat de richtlijn – impliciet dan wel expliciet – wijst op een hoog niveau van harmonisatie, doch dat de precieze inhoudelijke invulling van dat niveau van harmonisatie achteraf komt, als resultaat van een coöperatie tussen de verschillende actoren. Coöperatieve harmonisatie kan omschreven worden als een vorm van maximale harmonisatie, doch waarbij de verschillende actoren coöpereren teneinde het precies gewenste niveau van harmonisatie te bereiken. De Prospectusrichtlijn is aldus een richtlijn waarvan de precieze omvang van de maximale harmonisatie pas achteraf is komen vast te staan, en dit door een coöperatief proces tussen de Europese Commissie, de lidstaten en de toezichthoudende overheden (inclusief CESR). Op basis van de analyse van de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn hebben we een drietal kenmerken geïdentificeerd, namelijk : (i) coöperatieve harmonisatie is gestoeld op een institutioneel proces van coöperatie, (ii) coöperatieve harmonisatie wordt gekenmerkt door inhoudelijke coöperatie naar meer harmonisatie, (iii) coöperatieve harmonisatie bevat elementen van gedwongen coöperatieve toepassing. Dergelijk model van coöperatieve harmonisatie stelt ten slotte bepaalde nadelen, zoals een gebrek aan democratische legitimiteit en juridische duidelijkheid, maar in de context van de harmonisatietest is vooral relevant dat het risico op omzettingsverschillen bij coöperatieve harmonisatie logischerwijze groter is dan bij verordeningen. Toch zijn er positieve elementen. Vergeleken met verordeningen lijkt het aannemelijk dat coöperatieve harmonisatie meer gedragen wordt door de actoren – zij hebben immers een rechtstreekse invloed gehad bij de creatie en de omzetting van de instrumenten van harmonisatie en hebben engagementen aanvaard inzake de toepassing ervan. Daarnaast bevat coöperatieve harmonisatie elementen van gedwongen coöperatieve toepassing. We meenden in dit opzicht dat de afweging tussen deze negatieve en positieve elementen niet tot een eenduidige conclusie leidt in het voordeel van, of in het nadeel van, coöperatieve harmonisatie.

772. In de mate echter dat de harmonisatiemethode van de Prospectusrichtlijn niet voldoende blijkt om de efficiëntie van de markt en van de financiële intermediatie te vergroten, moet worden onderzocht of een meer totale harmonisatiemethode, al dan niet in de vorm van een verordening, geen oplossing kan bieden. In dat geval zou eraan gedacht kunnen worden om een aantal sleutelbepalingen op te nemen in een “Algemene Prospectusverordening” die op Lamfalussy niveau 1 onder meer de definities, het vrijstellingsregime en de rol van CESR zou *uniformiseren*. De huidige Prospectusrichtlijn en Prospectusverordening kunnen, eventueel in aangepaste vorm, naast dergelijke Algemene

Prospectusverordening blijven bestaan.

773. Mee in dat opzicht is het belangrijk om het omzettingsproces van de Prospectusrichtlijn nader te analyseren. Uit ons onderzoek bleek dat de omzetting in de meeste lidstaten tijdig is gebeurd (met uitzondering voor België en Italië). Dit is consistent met de analyse inzake de “coöperatieve harmonisatie”. Verder is onderzocht wat de belangrijkste bronnen zijn van de prospectusreglementering in de onderzochte jurisdicties. Het rechtsvergelijkend overzicht is samengevat in een synthesesetabel, op basis waarvan drie vaststellingen werden gemaakt. Ten eerste bestaat in alle onderzochte jurisdicties een algemene wetgevende maatregel naast meer gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen. Dit vormt als het ware een “nationale weerspiegeling” van het onderscheid tussen Lamfalussy niveau 1 en Lamfalussy niveau 2. In elk van de onderzochte jurisdicties kan men spreken van een “nationaal niveau 1” en een “nationaal niveau 2”. In dezelfde lijn werd een tweede vaststelling gemaakt: de “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen worden in de meeste gevallen uitgevaardigd door de toezichthoudende overheid. Ten slotte toont een inhoudelijke synthese van de “nationaal niveau 2” uitvoeringsmaatregelen aan dat de toezichthoudende overheden relatief heterogene onderwerpen hebben geregeld, op een heterogene, divergente wijze. Hoewel de uitgevende instellingen doorgaans enkel te maken krijgen met één toezichthoudende overheid, lijken dergelijke divergenties de grenzen van de lidstaten te bevestigen en bijgevolg de toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 moeilijk te doorstaan. Bovendien is hier een aanzienlijke opportuniteitskost verscholen, aangezien de expertise, kennis, maturiteit van de ene lidstaat niet systematisch doorwerkt naar de andere lidstaten. Om deze reden stellen we *de lege ferenda* een alternatief voor, gebaseerd op een – op het niveau van CESR georganiseerde – gegevensbank die (i) voor alle toezichthouders en voor het publiek rechtstreeks en kosteloos toegankelijk is, en (ii) met daarin alle uitvoeringsmaatregelen logisch gerangschikt per onderwerp en, bij voorkeur, in het Engels, als (iii) een instrument van permanente kruisbestuiving tussen de verschillende toezichthouders en als instrument voor “precedenten” – of, beter, “suggesties” – voor de toezichthoudende overheid van de lidstaat van herkomst. Op deze wijze wordt optimaal een cirkel van verplichte convergentie ingebouwd, hetgeen een belangrijke motor kan zijn voor een aanzienlijke convergentie en kruisbestuiving die gestuurd wordt vanuit de markt.

2.2. Resultaten van het onderzoek naar de prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn (Hoofdstuk 2)

774. In dit tweede luik werd de geharmoniseerde prospectusplicht onderzocht. Daarbij werd eerst de regeling van de bevoegdheidsaanwijzing van de toezichthoudende overheid in de Prospectusrichtlijn geanalyseerd. Een analyse van de literatuur leidde ons tot de vaststelling dat de regeling aangaande de niet-E.E.R. uitgevende instellingen aanzienlijk bekritiseerd werd, voornamelijk vanuit de hoek van Angelsaksische advocatenkantoren. Mee onder druk van dergelijke kritiek, publiceerde de Europese Commissie zelfs een interpretatieve nota. Niettemin heeft ons onderzoek geen bevestiging gevonden dat de kritiek van deze advocatenkantoren bewaarheid is geworden. Integendeel, we hebben in het onderzoek geen aanduiding gevonden dat de regeling aangaande de niet-E.E.R. uitgevende instellingen tot enige problemen heeft geleid. De vraag werd gesteld of de reactie van deze rechtspractici niet veeleer geïnspireerd was door de potentiële niet-E.E.R. klanten die een keuze voor een bepaalde jurisdictie zouden maken. Bovendien riskeert dit debat de aandacht te hebben afgeleid van andere, meer belangrijke problemen, zoals onder meer de problematiek met betrekking tot de schuldeffecten met een hoge nominale waarde in een vreemde valuta, of het verband met de Transparantierichtlijn. Vertrekkende vanuit deze analyse hebben we vervolgens een rechtsvergelijkend onderzoek gevoerd naar de omzettingen van de bevoegdheidsaanwijzende regels. Uit ons onderzoek blijkt dat de lidstaten ervoor hebben gekozen om – in meer of mindere mate – de regeling inzake bevoegdheidsaanwijzing getrouw te implementeren. Relatief kleine divergenties lijken enkel te bestaan met betrekking tot de in andere valuta aangeduide aanbiedingen. Ook het CESR rapport van juni 2007 bevestigde dat op dit gebied geen noemenswaardige problemen bestonden. Ten slotte werd de regeling van de Prospectusrichtlijn en de omzettingen in de onderzochte jurisdicties getoetst aan de harmonisatietest van Deel 1. In twee recente studies – van de ESME in september 2007 en CSES in juni 2008 – bleek dat

een aantal marktparticipanten meer *regulatory competition* (met andere woorden : *issuer choice*) wenst. Volgens deze studies is het meer in het bijzonder aanbevolen de drempel van 1.000 EUR voor schuldeffecten af te schaffen. Deze vraag leidde ons naar een – beknopte – bespreking van het debat omtrent *issuer choice* dat vooral in de V.S. vanaf het einde van de jaren negentig werd gevoerd. We meenden echter dat het belang van deze *issuer choice* in een Europese context evenwel beperkt lijkt. Binnen het geharmoniseerd domein is de bevoegdheidsaanduiding immers in wezen neutraal : het zal niet zozeer van belang zijn welke toezichthouder bevoegd is, maar wel wat de transactiekosten zijn en wat de kosteloosheid is van de toegang tot de informatie van het prospectus. Dit gezegd zijnde, mocht het een beleids optie worden van de Europese wetgever om de *issuer choice* te vergroten – een optie die een aantal risico’s met zich meebrengt – lijkt het ons evenwel als minimumvoorwaarde noodzakelijk te overwegen om bepaalde domeinen die op dit ogenblik buiten het geharmoniseerd domein vallen – en met name de prospectusaansprakelijkheid – mee te harmoniseren. Daarnaast hebben we gesteld dat op basis van de harmonisatietest de kosteloosheid van de informatie een veel belangrijker element blijkt te zijn dan *issuer choice*. De opsplitsing in het toezicht tussen de diverse toezichthoudende overheden heeft als gevolg dat de informatie die verplicht beschikbaar wordt gesteld, op gedecentraliseerde en niet-gestandaardiseerde wijze wordt gepubliceerd. Dit doet potentieel afbreuk aan de kosteloosheid van de informatie, en dus aan de efficiëntie van de markten. Een centrale gegevensbank, op het niveau van CESR, zou de kosten inzake de toegang van de informatie kunnen reduceren. Er kan aan herinnerd worden dat dit wezenlijk is teneinde de marktefficiëntie te verhogen.

775. Een aanzienlijk deel van dit proefschrift betreft het onderzoek naar de begripsbepaling van de “openbare aanbidding aan het publiek”. Deze definitie valt uiteen in een objectieve pool (de mededeling), een expansionistische pool (de uitbreiding naar intermediairs), een inhoudelijke pool (voldoende informatie), en een territoriale pool (die impliciet besloten is in de definitie). Op grond van ons onderzoek blijken een aantal belangrijke, relevante problemen te bestaan bij deze bestanddelen. Ten eerste werd de *retail cascade* problematiek onderzocht, die ons leidde tot een zorgvuldige deconstructie van de “definitieve plaatsing”-regel van art. 3.2, *in fine* Prospectusrichtlijn en op basis waarvan we een aantal *de lege ferenda* voorstellen hebben gedaan die o.i. aansluiten zowel bij de logica van de Prospectusrichtlijn als de realiteit van de markten, en die bovendien de efficiëntie van de intermediatie kunnen bevorderen. Ten tweede bleek uit een samenlezing van art. 2.1.e met art. 3.1 Prospectusrichtlijn dat het openbare aanbiddingsbegrip territoriaal is opgesplitst en de marktspelers bijgevolg in een territoriale logica dwingt. De vraag werd hier *de lege ferenda* gesteld of, gezien de doelstelling van marktintegratie, een *automatisch* Europees paspoort niet opportuun is, en dienaangaande werd een tekstvoorstel geformuleerd. Ten derde heeft de Europese wetgever nagelaten criteria te preciseren ter afbakening van het begrip “voldoende informatie”. Integendeel : door de Europese Commissie werd bevestigd dat de lidstaten een marge van discretie hebben bij de omzetting van dit begrip.

776. Onze analyse van de omzettingswetten in de vijf onderzochte jurisdicties leerde ons dat de “openbare aanbidding”-notie voorwerp is van significante divergenties. Deze divergenties hebben o.i. drie eigenschappen gemeen. Ten eerste zijn de divergenties niet op mekaar geënt (vb. waar de ene lidstaat de “openbare aanbidding” definieert in functie van verbintenisrechtelijke criteria, doet de andere dat expliciet niet). Ten tweede hebben we geen betekenisvolle evidentie of vermoedens kunnen terugvinden die erop zouden duiden dat de divergenties te kwader trouw zouden zijn aangebracht (vb. om protectionistische motieven). Ten derde bleken de meeste divergenties zinvol te zijn (vb. een poging om een lacune te remediëren). Niettemin lijken dergelijke divergenties de toetsing aan de harmonisatietest van Deel 1 niet te doorstaan, aangezien de verschillen potentieel de efficiëntie reduceren waarmee vraag en aanbod van kapitaal mekaar ontmoeten doordat transactiekosten en risico’s verhoogd worden. We stelden om deze reden de vraag of *de lege ferenda* een alternatieve, geharmoniseerde formulering kan worden voorgesteld. We hebben daarbij tegen een verbintenisrechtelijke invulling gepleit. O.i. bevestigt zulke invulling de divergenties tussen de lidstaten (aangezien het verbintennisrecht niet geharmoniseerd is), maar bovendien staan de criteria van het verbintennisrecht ook op een gespannen voet met de economische realiteit omtrent hoe openbare aanbiddingen gebeuren. Het gebruik van verbintenisrechtelijke criteria zal ertoe leiden dat soms “te”

vroeg, soms “te” laat, een openbare aanbieding plaatsvindt, en dat dit precieze ogenblik bovendien per lidstaat verschillend is. Mee onder invloed van een vergelijking met de prospectusreglementering in de Verenigde Staten – waarbij werd teruggegrepen naar de traditionele concepten, voordat deze geërodeerd werden – werd *de lege ferenda* onderzocht of een omschrijving van de “openbare aanbieding”-notie op grond van de “eerste veruitwendiging” naar het publiek toe van een aanbieding (en dus het adverteren daarvan) een werkbaar alternatief kan zijn. In dat opzicht werd geargumenteed dat zulk alternatief aansluiting vindt bij de marktpraktijk, waarbij reclame in toenemende mate gelinkt is met de aanbieding. Teruggrijpend naar de bestaande tekst van de Prospectusrichtlijn werd *de lege ferenda* voorgesteld een “aanbieding van effecten aan het publiek” te definiëren als een “in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling ter bevordering van de afzet, verkoop of levering van de aangeboden of de aan te bieden effecten”. Dergelijke verruimde notie zou voorts aanleiding geven tot het formuleren van een aantal uitsluitingen, die ofwel op Lamfalussy niveau 2 ofwel op Lamfalussy niveau 3 geharmoniseerd kunnen worden voor de gehele E.E.R.

777. Voorts werd de tweede pool van de prospectusplicht onderzocht, namelijk de prospectusplicht wegens “toelating van effecten tot de verhandeling op de gereguleerde markt”. Vergeleken met de “openbare aanbieding”, is deze notie minder controversieel. Zo is de evolutie met de voorheen geldende regelgeving – Richtlijn 80/390/EEG en vervolgens Richtlijn 2001/34/EG – niet ingrijpend gewijzigd (behalve de vervanging van de “officiële notering aan een effectenbeurs” door de formulering “toelating tot de handel op een gereguleerde markt” en behalve de aanpassingen ingevolge MiFID). Het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn is beperkt tot toelatingen tot de handel op één bepaald type handelsplatform, namelijk een gereguleerde markt. Hoewel dit buiten het bestek van het onderzoek valt, kan men vragen stellen bij het feit dat de toelating tot de handel op andere types handelsplatformen – zoals een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of een beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling die in deze hoedanigheid optreedt – buiten het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn valt en bijgevolg geen aanleiding geeft tot de prospectusplicht onder de Prospectusrichtlijn, tenzij een openbare aanbieding plaatsvindt. Dit is eens te meer pertinent aangezien er weinig objectieve onderscheidende criteria bestaan tussen een MTF en een gereguleerde markt. *De lege ferenda* wordt daarom voorgesteld de mogelijkheid te voorzien dat het materieel toepassingsgebied van de geharmoniseerde prospectusplicht wordt uitgebreid naar MTF’s. Dat gezegd zijnde, kwamen we op basis van de rechtsvergelijkende analyse, tot de vaststelling dat er geen noemenswaardige omzettingsdivergenties zijn.

778. Ten slotte werd de effectennotie van de Prospectusrichtlijn onderzocht. De Prospectusrichtlijn definieert het begrip “effecten” door een verwijzing naar MiFID. “Effecten” zijn namelijk verhandelbare effecten in de zin van artikel 4.1.18 MiFID, met uitzondering van geldmarktinstrumenten die een looptijd hebben van minder dan 12 maanden. Deze definitie – die de definitie herneemt van de Richtlijn Beleggingsdiensten – is het voorwerp geweest van punten van kritiek van redactionele aard, kritiek aangaande de uitsluitingen en kritiek aangaande het criterium van de ‘verhandelbaarheid’. Daarnaast zijn een aantal nieuwe verhandelbare “rechten” ontstaan – te denken valt bijvoorbeeld aan emissierechten als gevolg van het zogenaamde Kyoto protocol – waarvan men zich moet afvragen of ze passen binnen het effectenbegrip van de MiFID. In die context hebben we de vraag gesteld of het mogelijk is een andere operationele notie te formuleren die op een meer gepaste wijze het materiële toepassingsgebied van de prospectusreglementering bepaalt. We hebben dienaangaande drie pogingen ondernomen, die evenveel keer weerlegd zijn. Een eerste poging betrof de formulering op basis van een dienstenbegrip (gesteund op de Richtlijn 2002/65/EG). Een tweede poging was gestoeld op het beleggingsoogmerk-begrip. Een derde poging was ten slotte gebaseerd op het kapitaalmarktbegrip. Deze pogingen stuitten evenwel op diverse bezwaren. Men kan om deze reden concluderen dat een correcte omschrijving van dergelijke operationele notie moeilijk, misschien zelfs onmogelijk, is, zodat de vraag gesteld kan worden of *de lege ferenda* een geval per geval benadering, namelijk een niet-exhaustieve opsomming zonder een definitie te geven, niet aan de orde is. Dat gezegd zijnde, duidt de rechtsvergelijkende analyse van de omzetting *de lege lata* erop dat diverse wetgevers een ruimere effectennotie hanteren, dan deze die is voorzien door de Prospectusrichtlijn, waardoor de

prospectusplicht uitgebreid wordt tot andere financiële instrumenten en verrichtingen. Zulke uitbreiding is uiteraard toegelaten aangezien dergelijke regeling buiten het geharmoniseerd domein van de Prospectusrichtlijn valt. Hoewel de effectennotie in Frankrijk en Nederland enigszins geherformuleerd is, hebben we geen omzettingsdivergenties vastgesteld. Ten slotte werden onze bevindingen getoetst aan de harmonisatietest van Deel 1. Hoewel geen formele omzettingsdivergenties bestaan, is er o.i. toch een risico van inefficiëntie inzake financiële intermediatie. Immers, anders dan bij de notie van de “gereguleerde markt”, riskeert het voor uitgevende instellingen niet steeds even duidelijk te zijn of een bepaald “effect” wel of niet onder de geharmoniseerde effectennotie valt. Bovendien bestaat het risico dat, ofschoon de omzettingen naar de letter van de wet correcte omzettingen zijn, de praktijk of interpretatie per lidstaat toch verschilt. Problematisch is het bijvoorbeeld indien een effect in de ene lidstaat onder het regime van de geharmoniseerde prospectusplicht zou vallen, terwijl hetzelfde effect in een andere lidstaat onder een ander wettelijk kader zou vallen. Om deze reden kan *de lege ferenda* overwogen worden om de inhoudelijke invulling door MiFID weliswaar te behouden, maar bijkomend in de mogelijkheid te voorzien dat CESR het effectenbegrip kan preciseren of uitbreiden. We sluiten daarbij ook aan bij een casuïstische, geval per geval benadering, met interpretaties en beslissingen die gepubliceerd zouden kunnen worden op de website van CESR.

2.3. Resultaten van het onderzoek naar de prospectusvrijstellingen van de Prospectusrichtlijn (Hoofdstuk 3)

779. Een essentieel onderdeel van de geharmoniseerde prospectusplicht was, volgens de Europese Commissie, een gemeenschappelijke en eenvormige vrijstellingsregeling, waarbij de lidstaten de vrijheid zou zijn ontnomen de vrijstellingen wel of niet in nationaal recht om te zetten. Hoewel doorheen de voorbereidende werkzaamheden bij de totstandkoming van de Prospectusrichtlijn deze filosofie dezelfde is gebleven, is het interessant het vrijstellingsregime in het oorspronkelijk voorstel en het gewijzigd voorstel van de Prospectusrichtlijn te vergelijken en te contrasteren met dat van de Prospectusrichtlijn. Dergelijke analyse leert dat geleidelijk de vrijstellingsregeling meer complex en meer technisch is geworden. Het oorspronkelijk voorstel van de Prospectusrichtlijn werd gekenmerkt door een tweedeling tussen de “beleggersvrijstellingen” en “effectenvrijstellingen”. De eerste categorie betrof vrijstellingen van de prospectusplicht die waren gebaseerd op de hoedanigheid of de identiteit van de beleggers. De tweede categorie betrof vrijstellingen van de prospectusplicht op grond van de aard van de effecten die werden aangeboden. In het gewijzigd voorstel van de Prospectusrichtlijn blijkt echter dat de beleggersvrijstellingen worden losgekoppeld van de hoedanigheid of identiteit van de beleggers, en worden aangehaakt bij de wijze waarop de effecten worden aangeboden. Dergelijke vrijstellingen kunnen daarom voortaan beter getypeerd worden als “aanbiedingsvrijstellingen”, namelijk de vrijstellingen die rekening houden met de bijzondere aard van de aanbieding. Verder werd vastgesteld dat deze aanbiedingsvrijstellingen geherformuleerd werden als een negatief luik van de definitie van “openbaar aanbod”: aan de uitgevende instelling zou bijgevolg de zekerheid worden gegeven dat een aanbieding niet openbaar is. Men kan met andere woorden spreken van een aanbiedings-safe harbour. Verder werden in het gewijzigd voorstel van de Prospectusrichtlijn de effectenvrijstellingen uitgebreid, en werd bovendien nog een derde categorie van vrijstellingen toegevoegd, namelijk “verhandelingsvrijstellingen”. Dit zijn vrijstellingen die specifiek de toelating van effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt betreffen. Dit leverde bijgevolg een driedelige categorisering op tussen “aanbiedingsvrijstellingen”, “effectenvrijstellingen” en “verhandelingsvrijstellingen”.

780. Ten eerste werd de regeling van de aanbiedingsvrijstellingen in art. 3.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. Uit het onderzoek blijkt dat het juridisch karakter van deze aanbiedingsvrijstellingen niet evident is. In het bijzonder werd geanalyseerd in welke mate de diverse vrijstellingen van art 3.2 van de Prospectusrichtlijn autonoom, cumulatief, combineerbaar, repetitief en definitief zijn. Daarbij werden enkele inefficiënties geïdentificeerd die uitgevende instellingen dwingen in een territoriale logica te blijven denken. Om deze reden is *de lege ferenda* voorgesteld om de toepasselijkheid van de aanbiedingsvrijstellingen niet lidstaat per lidstaat afzonderlijk toe te passen,

maar voor alle lidstaten waar effecten worden aangeboden tezamen. In tweede instantie gingen we in op de wijze waarop de onderzochte jurisdicties de aanbiedingsvrijstellingen hebben omgezet, waarbij we, voor elk van deze jurisdicties, achtereenvolgens de gekwalificeerde beleggers-vrijstelling, de 100 personen-drempel, de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale tegenwaarde van 50.000 EUR, de vrijstelling voor aanbiedingen met een minimale nominale waarde van 50.000 EUR en de de minimis-vrijstelling hebben onderzocht. Uit deze rechtsvergelijkende analyse bleken aanzienlijke omzettingsdivergenties. Deze waren geconcentreerd rond een aantal vraagstukken, zoals (i) geldt de 100 personen vrijstelling voor het gehele grondgebied van de E.E.R. of lidstaat per lidstaat?; (ii) wat is de impact van de doorverkoop-bepalingen?; (iii) impliceert de vrijstelling dat de aanbieding geacht wordt “niet openbaar” te zijn?; en (iv) wat is het effect van de punctuele toevoegingen of preciseringen die de lidstaten hebben aangebracht?

781. De vraag die andermaal gesteld werd, is of zulke divergenties een negatieve impact kunnen hebben op de efficiëntie van de intermediatie. Op grond van een analyse van het effect van de divergenties op het mogelijk gedrag van uitgevende instellingen kwamen we tot de conclusie dat zulke negatieve impact waarschijnlijk is. Om deze reden werd – mee via een vergelijking met de vrijstellingsregeling in de Verenigde Staten – vervolgens getracht of alternatieven gevonden kunnen worden die de geïdentificeerde divergenties kunnen neutraliseren. Een eerste, relatief makkelijk te implementeren, *de lege ferenda* oplossing zou erin bestaan om aan het vrijstellingsregime een Europees paspoort te geven, zodat het vrijstellingsregime van de lidstaat van herkomst kan worden gebruikt voor de aanbiedingen die plaatsvinden in alle andere lidstaten. Het nadeel van deze oplossing is dit het bestaan van divergenties bevestigt en bijgevolg niet alle uitgevende instellingen gelijk behandeld zullen zijn. Er zouden bij deze oplossing immers evenveel verschillende vrijstellingsregimes bestaan als er lidstaten van de E.E.R. zijn. Om deze reden verdient een tweede alternatief, waarin de divergenties zelf worden geneutraliseerd, onze voorkeur. Door de aanbiedingsvrijstellingen – met een aantal correcties en verhelderingen op basis van de omzettingen in de diverse lidstaten – op te nemen in een Algemene Prospectusverordening kan de meeste onzekerheid *ex ante* worden weggenomen en aldus een werkelijk geharmoniseerd vrijstellingsregime in de gehele E.E.R. ontstaan. Bijkomend zou ten slotte, net als in de 1933 Securities Act, ook in de mogelijkheid kunnen worden voorzien om CESR verdere criteria te laten bepalen op basis waarvan bepaalde aanbiedingen kunnen worden aangemerkt als niet-openbaar.

782. Vervolgens hebben we bijzondere aandacht besteed aan het “gekwalificeerde beleggers”-regime. Er zijn vijf categorieën van dergelijke gekwalificeerde beleggers. Wat betreft de eerste categorie (financiële instellingen) blijken uit de rechtsvergelijkende analyse aanzienlijke divergenties. Belangrijk is dat een potentiële belegger zichzelf niet kan bestempelen als een “gekwalificeerde belegger in de zin van Prospectusrichtlijn 2003/71/EG”. Dat leidt tot een paradoxale situatie : indien een belegger actief op zoek gaat naar investeringsmogelijkheden in andere lidstaten bestaat het risico dat hij of zij in deze lidstaten niet zal gelden als “gekwalificeerde belegger”. Het valt niet uit te sluiten dat dergelijke situatie een negatieve impact heeft op de efficiëntie van financiële intermediatie. Om deze reden stellen we *de lege ferenda* voor om uniforme criteria te bepalen in een Algemene Prospectusverordening, en bijkomend in een Europees paspoort te voorzien als gevolg waarvan de overige lidstaten de juridische entiteiten die door hun lidstaat van herkomst als gekwalificeerde belegger worden beschouwd, ook als zodanig moeten beschouwen. CESR zou verder een bevestiging kunnen afleveren dat deze entiteit inderdaad beschouwd wordt als een gekwalificeerde belegger. Wat betreft de tweede categorie (statelijke entiteiten) gelden grotendeels dezelfde opmerkingen als ten aanzien van de eerste categorie. Niettemin is de concrete impact sterk getemperd (behalve ten aanzien van de foutieve omzetting van de Belgische Prospectuswet). Wel werd *de lege ferenda* gepleit om de statelijke entiteiten uit te breiden tot alle statelijke entiteiten, zowel binnen als buiten de E.E.R. Op deze wijze worden de financieringsmogelijkheden potentieel vergroot – hetgeen de doelstelling is van de Prospectusrichtlijn. Ten derde, wat betreft de grote ondernemingen, is ten aanzien van deze categorie gekwalificeerde beleggers quasi-volledige harmonisatie bereikt, behalve voor wat betreft de foutieve omzetting van de Belgische wetgever en een klein, in de praktijk wellicht verwaarloosbaar, omzettingsverschil in Frankrijk. Opnieuw werd *de lege ferenda* voorgesteld om ook te verduidelijken

dat grote ondernemingen met zetel buiten de E.E.R. als gekwalificeerde belegger kunnen worden beschouwd. Zoals gezegd, menen we dat dit kan verantwoord worden op basis van de efficiëntie van de financiële intermediatie. De vierde categorie (kleine en middelgrote ondernemingen) is optioneel. Een evaluatie van de vijf onderzochte jurisdicties leidt niettemin tot de vaststelling dat alle jurisdicties van de optie hebben gebruik gemaakt. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt echter dat de lidstaten deze optie op zeer divergente wijze hebben geïmplementeerd. De aanzienlijke divergenties worden bovendien versterkt door het feit dat registers per lidstaat worden aangehouden. *De lege ferenda* werd daarom voorgesteld om het systeem van registers per lidstaat af te schaffen, en te vervangen door een Europees register, namelijk een openbare gegevensbank op het niveau van CESR met standaardformulieren die voor de gehele E.E.R. gelden. Een vijfde en laatste categorie betreft de natuurlijke personen. België is de enige lidstaat van de onderzochte jurisdicties waar deze optie vooralsnog niet voorzien is. We verwijzen naar de opmerkingen aangaande de kleine en middelgrote ondernemingen, die hier *mutadis mutandis* gelden.

783. Verder hebben we de vijf effectenvrijstellingen van art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. De eerste effectenvrijstelling betreft “aandelen uitgegeven ter vervanging van aandelen van dezelfde klasse welke reeds zijn uitgegeven, zonder dat de emissie van deze nieuwe aandelen leidt tot een verhoging van het geplaatste kapitaal”. Uit een rechtsvergelijkende analyse bleek dat deze eerste effectenvrijstelling geharmoniseerd is, en dat er geen omzettingsdivergenties zijn. De tweede effectenvrijstelling van de Prospectusrichtlijn is deze voor effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil. Dienaangaande zijn een aantal divergenties vastgesteld. *De lege ferenda* hebben we voorgesteld dat CESR de geharmoniseerde inhoud zou kunnen bepalen van het informatiedocument en dat aan het goedgekeurd informatiedocument een Europees paspoort wordt gegeven. De derde effectenvrijstelling behelst “effecten die worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn bij een fusie”. Gezien een aantal divergenties werden vastgesteld, is hier eveneens het *de lege ferenda* voorstel gedaan om deze vrijstelling uit te breiden met een inhoudelijke harmonisatie op CESR niveau en een Europees paspoort. De vierde effectenvrijstelling geldt voor “aandelen die kosteloos worden aangeboden of toegewezen dan wel toe te wijzen zijn aan de huidige aandeelhouders”. *De lege ferenda* werd een soortgelijk voorstel gedaan als hierboven. De vijfde en laatste effectenvrijstelling betreft werknemersparticipatieplannen. Uit de analyse van de onderzochte jurisdicties blijkt dat de meeste omzettingswetten getrouw de vrijstelling van de Prospectusrichtlijn hebben omgezet. De Belgische Prospectuswet en het Franse *règlement général* zorgen evenwel voor een zekere divergentie. De fundamentele vraag hier is echter of deze divergenties relevant zijn in functie van de harmonisatietest. De vrijstelling beoogt werknemersparticipatieplannen makkelijker te maken : door het wegvallen van de prospectusplicht kunnen werkgevers (en hun verbonden ondernemingen) immers goedkoper effecten aanbieden aan hun huidige en voormalige bestuurders en werknemers. De beleidsvraag zou daarom moeten luiden waarom enkel werkgevers wiens effecten reeds tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, kunnen genieten van dergelijke vrijstelling. Anders gezegd, kan men de vraag stellen waarom deze vrijstelling niet bestaat voor ondernemingen die niet of nog “niet beursgenoteerd” zijn. We hebben dienaangaande *de lege ferenda* voorgesteld om art. 4.1.e Prospectusrichtlijn uit te breiden waarbij de voorwaarde dat er reeds een verhandeling op een gereguleerde markt moet zijn, geschrapt wordt. Via deze regeling zou het aanbieden van werknemersparticipatie, ook in niet-beursgenoteerde bedrijven, optimaal gestimuleerd worden.

784. Ten slotte werden de verhandelingsvrijstellingen van art. 4.2 van de Prospectusrichtlijn onderzocht. Met enkele uitzonderingen loopt dit vrijstellingsregime grotendeels parallel met de effectenvrijstellingen van art. 4.1 van de Prospectusrichtlijn. Van de acht verhandelingsvrijstellingen zijn vijf daarvan “materieel gelijkloidend” aan de effectenvrijstellingen. Wat betreft de zesde – “*de minimis*” – verhandelingsvrijstelling werd kritisch ingegaan op de diverse interpretaties van de berekening van de 10% drempel. Hoewel de vrijstelling relatief getrouw is omgezet in alle onderzochte jurisdicties, leidt het gebrek aan uniformiteit inzake de technische uitwerking daarvan tot inefficiënties inzake de financiële intermediatie. Om deze reden werd *de lege ferenda* voorgesteld dat CESR

uniforme criteria zou kunnen bepalen omtrent hoe de 10% drempel moet worden berekend. In dezelfde context werd eveneens voorgesteld dat CESR op haar website zou voorzien in een vragenformulier waarbij marktparticipanten rechtstreeks vragen aan CESR kunnen stellen omtrent de praktische toepassing van dergelijke technische bepalingen en dat het antwoord zal gepubliceerd worden in een gegevensbank die te consulteren is op de CESR website. Eenzelfde soort kritiek hebben we ook gemaakt ten aanzien van de zevende verhandelingsvrijstelling (conversie of omruiling). De poging van CESR om in deze context meer helderheid te brengen – waarbij een soort anti-misbruik doctrine lijkt te worden geïmpliceerd – werd bekritiseerd als ontoereikend. *De lege ferenda* werd daarom andermaal voorgesteld om, indien vanuit het beleid gekozen wordt om deze vrijstellingsgrond te behouden, te voorzien in een uniforme technische uitwerking, waarbij CESR bijkomende modaliteiten zou kunnen bepalen waaraan het gebruik van deze vrijstelling moet voldoen. Ten slotte, wat de achtste categorie (andere gereguleerde markten) betreft, zagen we geen relevante omzettingsdivergenties.

TEKSTVOORSTEL ALGEMENE PROSPECTUSVERORDENING

Indien deze besluiten worden vertaald naar een aanpassing van de bestaande Prospectusrichtlijn, kan *de lege ferenda* de hiernavolgende tekst overwogen worden (deze tekst herneemt de hierboven voorgestelde wijzigingen; de tekst van de bestaande Prospectusrichtlijn is hieronder opgenomen, met de aanpassingen die voorgesteld worden, in het vet aangeduid).

DRAFT PROPOSAL OF A REGULATION (EC) NO [●] (“GENERAL PROSPECTUS REGULATION”)

FURTHER IMPLEMENTING DIRECTIVE 2003/71/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL OF 4 NOVEMBER 2003 ON THE PROSPECTUS TO BE PUBLISHED WHEN SECURITIES ARE OFFERED TO THE PUBLIC OR ADMITTED TO TRADING AND AMENDING DIRECTIVE 2001/34/EC

The European Parliament and the Council of the European Union,

Having regard to: [●]

After: [●]

Whereas: [●]

Has adopted this Regulation:

Article 1 Subject matter

This Regulation lays down, in a view to increasing the market efficiency and the efficiency of the financial intermediation :

- 1. uniform definitions as set forth in article 2 of Directive 2003/71/EC;**
- 2. a uniform public offering and exemption regime as set forth in articles 3 and 4 of Directive 2003/71/EC; and**
- 3. certain additional competences for the Committee of European Securities Regulators, as established by Decision 2001/528/EC, hereafter “CESR”.**

Article 2 Definitions

For the application of this Regulation, the definitions of Directive 2003/71/EC shall apply, albeit modified as follows.

- 1. “securities” means transferable securities as defined by Article 4(1), 18 of Directive 2004/39/EC with the exception of money market instruments as defined by Article 4(1), 19 of Directive 2004/39/EC, having a maturity of less than 12 months. For these instruments national legislation may be applicable;**
- 2. “offer of securities to the public” means a communication to persons in any form and by any means, in order to promote the securities offered or to be offered, and including communications presenting sufficient**

information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities. This definition shall also be applicable to the placing of securities through financial intermediaries;

3. **“private offer of securities” means any offer of securities that is not an offer of securities to the public;**

4. “qualified investors” means:

- (a) legal entities which are authorised or regulated **in their home Member State** to operate in the financial markets, including: credit institutions, investment firms, other authorised or regulated financial institutions, insurance companies, collective investment schemes and their management companies, pension funds and their management companies, commodity dealers, as well as entities not so authorised or regulated whose corporate purpose is solely to invest in securities. **A legal entity which is considered in its home Member State as a qualified investor, shall be considered by all other Member States as a qualified investor. Such legal entity can, without being required so, request the competent authority of its home Member State to confirm that it is considered as a qualified investor;**
- (b) national and regional governments, **both within and outside the European Economic Area**, central banks, international and supranational institutions such as the International Monetary Fund, the European Central Bank, the European Investment Bank and other similar international organisations;
- (c) other legal entities, **both within and outside the European Economic Area**, which do not meet two of the three criteria set out in paragraph (f) of **Article 2(1) of Directive 2003/71/EC**;
- (d) certain natural persons: ~~subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise~~ natural persons who are resident in the Member State and who expressly ask **the home Member State** to be considered as qualified investors if these persons meet at least two of the criteria set out in paragraph 2 of **Article 2 of Directive 2003/71/EC**. **A publicly available register listing all such qualified investors, shall be organized and be maintained by CESR on its website;**
- (e) certain SMEs: ~~subject to mutual recognition, a Member State may choose to authorise~~ SMEs ~~which have their registered office in that Member State and~~ who expressly ask to be considered as qualified investors. **A publicly available register listing all such qualified investors, shall be organized and be maintained by CESR on its website.**

For the purposes of the preceding paragraph 4, the home Member State shall be (i) in the event the entity or person is authorised or regulated, the member state where it has obtained its authorisation or where it is regulated, and (ii) in all other events, the member state of the state outside the E.E.A. where it has its registered office or domicile.

Article 3 Obligation to publish a prospectus

1. Member States shall not allow any offer of securities to be made to the public within their territories without prior publication of a prospectus.

2. The obligation to publish a prospectus shall not apply to the following types of offer, **which for that reason must be considered as a private offer:**

- (a) an offer of securities addressed ~~solely~~ to qualified investors; and/or
- (b) an offer of securities addressed to fewer than 100 natural or legal persons per Member State, other than qualified investors; and/or
- (c) an offer of securities addressed to investors who acquire securities for a total consideration of at least EUR 50000 per investor, for each separate offer; and/or
- (d) an offer of securities whose denomination per unit amounts to at least EUR 50000; and/or
- (e) an offer of securities with a total consideration of less than EUR 100000, which limit shall be calculated over a period of 12 months **and on an EEA-wide basis; and/or**
- (f) insofar applicable, an offer that is considered as a private offer by CESR, in accordance with conditions set by CESR and that are published on the website of CESR; such conditions must be based on academic studies.**

3. **For the purposes of the preceding paragraph 2:**

- (a) ~~However,~~ any subsequent resale of securities which were previously the subject of one or more of the types of offer mentioned in this paragraph shall be regarded as a separate offer and the definition set out in Article 2(1)(d)~~(2)~~ **(2) of this Regulation** shall apply for the purpose of deciding whether that resale is an offer of securities to the public;
- (b) **the conditions under a) to f) can be combined with respect to an offer that occurs in one or more Member States. However, if none of the conditions under a) to f) is satisfied in relation to an offer whereby securities will be subject to a final placement in one or more Member States, the conditions shall be deemed to be not satisfied for all Member State;**
- (c) the placement of securities through financial intermediaries shall be subject to publication of a prospectus if none of the conditions (a) to ~~(e)~~**(f)** are met **for such placement and for the final placement. This requirement shall be deemed satisfied if at the latest on the first moment that the securities are subject to a final placement, a prospectus shall be published in accordance with Article 14 of Directive 2003/71/EC. To the extent applicable, the issuer or the offeror must provide for conditions with respect to the placement of securities through financial intermediaries and with respect to the final placement, which must be satisfied with by the financial intermediaries provided that such conditions have been notified to them. In such case Annexes V.5 and XII.5 of Commission Regulation (EC) No 809/2004 shall be applied only to the final placement;**
- (d) **the issuer or the offeror are prohibited from structuring offers so as to satisfy the conditions under a) to f) in an artificial manner and to the extent that the aims of market efficiency and the efficiency of the financial intermediation are violated. CESR shall decide whether or not, and to which extent, this prohibition shall be applicable and provide for uniform criteria in that regard;**
- (e) **CESR must be notified of each offer whereby a final placement of securities takes place in reliance on the conditions under a) to f), at the latest within a reasonable period after such final placement having taken place, which shall immediately be published on the website of CESR in accordance with Article 5 of this Regulation.**

4. Member States shall ensure that any admission of securities to trading on a regulated market situated or operating within their territories is subject to the publication of a prospectus. **Member States shall ensure that**

any admission of securities to the trading on a multilateral trading facility situated or operating within their territories is subject to the publication of a prospectus if and to the extent that CESR has provided in such requirement. In such case, CESR must publish guidelines as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements.

5. Without prejudice to Article 23 of Directive 2003/71/EC, where an offer to the public or admission to trading on a regulated market is provided for in one or more Member States, or in a Member State other than the home Member State, the prospectus approved by the home Member State and any supplements thereto shall be **automatically by force of law** valid for the public offer or the admission to trading in any number of host Member States, ~~provided that the competent authority of each host Member State is notified in accordance with Article 18.~~ **provided that it shall immediately be published on the website of CESR in accordance with Article 5 of this Regulation and without the competent authority of the home Member State being able to provide for any further conditions.** Competent authorities of host Member States shall not undertake any approval or administrative procedures relating to prospectuses.

Article 4

Exemptions from the obligation to publish a prospectus

1. The obligation to publish a prospectus shall not apply to offers of securities to the public of the following types of securities:

- (a) shares issued in substitution for shares of the same class already issued, if the issuing of such new shares does not involve any increase in the issued capital;
- (b) securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, **regardless the applicable law on such operation**, provided that a document is available containing information which is regarded by ~~the competent authority~~ **CESR** as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation;
- (c) securities offered, allotted or to be allotted in connection with a merger, **scission or contribution of assets, regardless the applicable law on such operation**, provided that a document is available containing information which is regarded by ~~the competent authority~~ **CESR** as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation;
- (d) ~~shares~~ **securities** offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid, provided that a document is made available containing, **as determined by CESR**, information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer;
- (e) securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer ~~which has securities already admitted to trading on a regulated market~~ or by an affiliated undertaking, provided that a document is made available containing, **as determined by CESR**, information on the number and nature of the securities and the reasons for and details of the offer.

2. The obligation to publish a prospectus shall not apply to the admission to trading on a regulated market of the following types of securities:

- (a) shares representing, over a period of 12 months, less than 10 per cent of the number of shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market. **CESR shall provide on its website guidelines for the purpose of the calculation of this 10 per cent threshold;**
- (b) shares issued in substitution for shares of the same class already admitted to trading on the same regulated market, if the issuing of such shares does not involve any increase in the issued capital;
- (c) securities offered in connection with a takeover by means of an exchange offer, **regardless the applicable law on such operation**, provided that a document is available containing information which is regarded by ~~the competent authority~~ **CESR** as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation;
- (d) securities offered, allotted or to be allotted in connection with a merger, **scission or contribution of assets, regardless the applicable law on such operation**, provided that a document is available containing information which is regarded by ~~the competent authority~~ **CESR** as being equivalent to that of the prospectus, taking into account the requirements of Community legislation;
- (e) ~~shares~~ **securities** offered, allotted or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid, provided that the said shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market and that a document is made available containing, **as determined by CESR**, information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer;
- (f) securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer or an affiliated undertaking, provided ~~that the said securities are of the same class as the securities already admitted to trading on the same regulated market and~~ that a document is made available containing, **as determined by CESR**, information on the number and nature of the securities and the reasons for and detail of the offer;
- (g) shares resulting from the conversion or exchange of other securities or from the exercise of the rights conferred by other securities, provided that the said shares are of the same class as the shares already admitted to trading on the same regulated market; **CESR can provide on its website for additional conditions which the use of this exemption must satisfy;**
- (h) securities already admitted to trading on another regulated market, on the following conditions:
 - (i) that these securities, or securities of the same class, have been admitted to trading on that other regulated market for more than 18 months;
 - (ii) that, for securities first admitted to trading on a regulated market after the date of entry into force of this Directive, the admission to trading on that other regulated market was associated with an approved prospectus made available to the public in conformity with Article 14;
 - (iii) that, except where (ii) applies, for securities first admitted to listing after 30 June 1983, listing particulars were approved in accordance with the requirements of Directive 80/390/EEC or Directive 2001/34/EC;
 - (iv) that the ongoing obligations for trading on that other regulated market have been fulfilled;

- (v) that the person seeking the admission of a security to trading on a regulated market under this exemption makes a summary document available to the public in a language accepted by the competent authority of the Member State of the regulated market where admission is sought;
- (vi) that the summary document referred to in (v) is made available to the public in the Member State of the regulated market where admission to trading is sought in the manner set out in Article 14(2); and
- (vii) that the contents of the summary document shall comply with Article 5(2). Furthermore the document shall state where the most recent prospectus can be obtained and where the financial information published by the issuer pursuant to his ongoing disclosure obligations is available.

3. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive, **CESR under the supervision** the Commission shall, in accordance with the procedure referred to in Article 24(2) of Directive 2003/71/EC, adopt implementing measures concerning **the preceding paragraph 2** ~~paragraphs 1(b), 1(c), 2(c) and 2(d)~~, notably in relation to the meaning of equivalence, where CESR may determine that such equivalence refers to the summary in accordance with Article 5, Annex 1 of Directive 2003/71/EC.

4. Any document referred to in the preceding paragraph 2 is submitted prior to the offer to the competent authority of the home Member State, which shall approve such document and notify the issuer about the approval within a period of maximum three business days. Any such approved document shall immediately be published on the website of CESR in accordance with Article 5 of this Regulation and shall be valid in any number of host Member States without any formality.

Article 5 Market transparency

1. The website of CESR shall be designed in such manner to significantly increase market efficiency and the efficiency of financial intermediation. In particular, CESR shall commit to the following principles:

- (a) in its relation to the public, CESR shall make a maximum amount of data available at no cost, including (i) any prospectus in full text, (ii) any information document or (iii) any private offer notification, as soon as it is approved or notified, and such data being structured in such a way to ensure the accuracy, completeness, timeliness, relevance, standardization and comparability of the data;
- (b) in its relation to the issuers, offerors, or persons asking for the admission to trading on a regulated market, CESR shall provide for online standardized filing methods, structured in such a way to minimize any costs incurred in relation to such filing (and including avoiding duplicate filings); identical filing methods shall be used by the competent authorities in respect of filings to be done with the competent authorities;
- (c) in its relation to the competent authorities, CESR shall lead efforts to ensure uniform and streamlined information technology and knowledge links.

2. Without prejudice to the foregoing, CESR shall publish on its website, in a structured database on its website that can be consulted by the public at no cost:

- (a) an online questionnaire whereby market participants can submit their questions directly to CESR about the practical application of this Regulation, Directive 2003/71/EC and Regulation (EC) No 809/2004. Under supervision of the European Commission, CESR shall respond to such questions within a reasonable period and publish these accordingly;
- (b) any of its decisions, rules, guidelines, interpretations and other instruments adopted in accordance with this Regulation, Directive 2003/71/EC and Regulation (EC) No 809/2004;
- (c) any of the decisions, rules, guidelines, interpretations and other instruments of the home Member States within the field harmonised by this Regulation, Directive 2003/71/EC and Regulation (EC) No 809/2004, including for the avoidance of doubt such instruments by the competent authorities, translated in English.

Article 6

General competences for CESR

1. Without prejudice to the competences set forth in Articles 1 to 5 of this Regulation, in Directive 2003/71/EC and Regulation (EC) No 809/2004, and its competences generally, CESR shall have the following competences :

- (a) Within the limits of this Regulation, Directive 2003/71/EC and Regulation (EC) No 809/2004, CESR shall have a general competence to enact, as the case may be on its own initiative, decisions, rules, guidelines, interpretations and other instruments, which shall have uniform application in all the Member States, in a view to increase market efficiency and the efficiency of financial intermediation;
- (b) CESR has the competence to decide, as the case may be on its own initiative, to specify, to limit or to enlarge, for the purposes of this Regulation and Directive 2003/71/EC: (i) the definition of “securities”, (ii) the definition of “sufficient information” or “promotion of securities offered or to be offered”, (iii) “significant transactions”, (iv) the calculation of any thresholds in this Regulation, and (v) the equivalence of other currencies to the EUR amounts set out in this Regulation;
- (c) If there is any legitimate uncertainty as to the interpretation of any of the provisions of this Regulation, the competent authority must submit such question to CESR, which shall respond to that question within a period of maximum 3 business days. Such response shall be published on the website of CESR at the same time it is communicated to the competent authority, in accordance with Article 5 of this Regulation.

2. CESR can only exercise any competences under the supervision of the European Commission and provided that the European Commission does not object. Appropriate procedures between CESR and the European Commission shall be established in this respect.

Article 7

Entry into force

This Regulation shall enter into force in Member States on the twentieth day after its publication in the Official Journal of the European Union. This Regulation shall be binding in its entirety and directly applicable in all Member States.

BEKNOPTE BIBLIOGRAFIE

I. GECITEERDE LITERATUUR

-A-

- D. ACEMOGLU en F. ZILIBOTTI, "Was Prometheus Unbounded By Chance? Risk, Diversification, and Growth", *Journal of Political Economy*, 1050, 709-751
- R. AGGARWAL, A. FERRELL EN J. KATZ, "U.S. Securities regulation in a World of Global Exchanges", *Discussion Paper No. 569*, december 2006
- R. AGGARWAL, L. KRIGMAN en K. WOMACK, "Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lockup Expiration Selling", *Journal of Financial Economics*, 2002, 66, 105-37
- P. AÏDIN, *The proposal for a New Directive on Prospectuses : Potential Impact on the Structure of Capital Markets in Europe*, Working paper, Harvard Law School, International Finance Seminar, 2003
- ALLEN & OVERY LLP, "The implementation of the Prospectus Directive in Italy", 2 april 2007
- ALLEN & OVERY (T. STEVENS EN S. TEERINK), Brief van 20 juni 2005 (5 p.)
- G. AMATO en L. LAUDATI, "The protection of public interests and regulation of economic activities", in : F. SNYDER (ed.), *The Europeanisation of Law : The Legal Effects of European Integration*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (348 p.)
- M. ANDENAS en Y. AVGERINOS, *Financial Markets in Europe*, Den Haag, Kluwer Law International, 2003 (468 p.)
- M. ANDENAS en W.-H. ROTH (eds.), *Services and Free Movement in EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 321-381
- T. ANDERSEN en F. TARP, "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs", *Journal of International Development*, 2003, 15, 189-209
- S. ANDERSON, T. RANDOLPH BEARD en J. BORN, *Initial Public Offerings: Findings and Theories*, Boston/Dordrecht/Londen, Kluwer Academic Publishers, 1995 (111 p.)
- J. ANSIDEI, E. DE FOURNOUX en P. LAURENT, *Directive MIF, Construire le marché financier européen*, Paris, Edition Revue Banque, 2007 (195 p.)
- M. ANSON, "Chapter 26: Private Equity", in: F. J. FABOZZI (ed.), *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2003 (847 p.), 671
- APCIMS (McGuffick), UK Implementation of the Prospectus Directive, Brief van 19 januari 2005 (3 p.)
- PH. ARESTIS en M. GLICKMAN, "Financial crisis in Southeast Asia : Dispelling illusion the Minskyan way", *Cambridge Journal of Economics*, 2002, 26, 237-260
- J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 215
- ARMOUR, J.A. MCCAHERY (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford, Hart, 2006
- N. H. ARONSON, "Symposium: Enron: Lessons and Implications: Preventing Future Enrons: Implementing The Sarbanes-Oxley Act of 2002", *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2002, 127
- ARTHUR COX, "Structured Finance Bulletin – Capital Markets Group", mei 2005 (4 p.)
- Ch. ASHWORTH, "Prospectus Regulation in the United Kingdom", in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 335
- ASSOCIATION LUXEMBOURGEOISE DES JURISTES DE BANQUE, *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 1, Brussel, De Boeck & Larcier, 2004 (478 p.)
- A. ATKINSON, *Evidence of impact: An overview of financial education evaluations – Prepared for the Financial Services Authority*, mei 2008 (92 p.), gepubliceerd als FSA, Consumer Research n° 68, mei 2008 (92 p.)
- J.A. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago en Londen, University of Chicago Press, 1988
- E. AVGOULEAS, "A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead", 18 *Transnat'l Law.*, 2005, 179

-B-

- S. BANNER, "What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence", *75 Wash. U. L. Q.* 849 (1997), 850
- O. BAR-GILL, "The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts", Law & Economics Research Paper Series – Working Paper No. 08-59, november 2008 (67 p.)
- B. BARBER en T. ODEAN, "Individual Investors", in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 543-569
- N. BARBERIS en R. THALER, "A Survey of Behavioral Finance", in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 1-75
- J. BARON, *Thinking and Deciding*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000 (570 p.)
- R. G. BARRESI, "The Impact of Monetary Union and The Euro on European Capital Markets: What May Be Achieved in Capital Market Integration", *28 Fordham Int'l L. J.*, 2005, 1257
- C. BARRY, "Initial Public Offerings Underpricing: The Issuer's View - A Comment", *Journal of Finance*, 1989, 44, 1099-1103
- J. BASEDOW en T. KONO (eds.), *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Kluwer Law International, 2000 (230 p.)
- H. BAUM, "Globalizing Capital Markets and Possible Regulatory Responses", in : J. BASEDOW en T. KONO (eds.), *Legal Aspects of Globalization: Conflicts of Laws, Internet, Capital Markets and Insolvency in a Global Economy*, Kluwer Law International, 2000 (230 p.), 77
- R. BEATTY en I. WELCH, "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", *39 J.L. & Econ.*, 1996, 545
- L. BEBCHUK en Z. NEEMAN, "Investor Protection and Interest Group Politics", Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 603, november 2007 (45 p.)
- T. BECK, A. DEMIRGÜÇ-KUNT, R. LEVINE en V. MAKSIMOVIC, "Financial Structure and Economic Development : Firm, Industry, and Country Evidence", in : A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE (eds.), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, MIT Press, 2001
- T. BECK, R. LEVINE en N. LOAYZA, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46, 31-77
- T. BECK, A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE, "Legal Theories of Financial Development", *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 483-504, 483
- G. BEKAERT, C. R. HARVEY en Ch. LUNDBLAD, "Does Financial Liberalization Spur Growth?", Research series 200405-9, National Bank of Belgium (56 p.)
- C.A. BENACCHIO en B. PASA, *A Common Law for Europe*, Budapest/New York, CEU Press, 2005 (320 p.)
- S. BENARTZI en R. THALER, "Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans", in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.), 570-601
- J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (654 p.)
- G. BERARD, "L'information du client dans le cadre de la directive MiFID", *Bank Fin.* 2007, 421
- J. BERK, "Five Myths of Active Portfolio Management", <http://faculty.haas.berkeley.edu/berk/myth.html>
- J. BERK en R. GREEN, "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets", *Journal of Political Economy*, 2004, 112(6), 1269-1295
- A. BERKELEY, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, 35
- E. BERNARD en F. PELTIER, "Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers", *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1998, 156
- U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.)
- J. BETHEL, A. FERRELL en G. HU, "Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis", Discussion Paper, november 2008 (94 p.)
- A. BHIDE, "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, 1993, 34, 31-51
- K. BINH, S. Y. PARK en B. S. SHIN, "Financial Structure Does Matter for Industrial Growth: Direct Evidence from OECD Countries", 2006 (30 p.), gepubliceerd op <http://ssrn.com/abstract=891044>
- S. BLACK en M. MOERSCH, "Financial Structure, Investment and Economic Growth in OECD Countries", in : S. BLACK en M. MOERSCH (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, New York,

- North-Holland Press, 1998, 157-174
- S. BLACK en M. MOERSCH (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, New York, North-Holland Press, 1998
- M. BLAIR en G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006, (942 p.)
- J. BLANKE en A. LOPEZ-CLAROS (World Economic Forum), “The Lisbon Review 2004: An Assessment of Policies and Reforms in Europe”
- M.J. BLOOT, “Nieuwe taken van de Autoriteit Financiële Markten”, *O&F*, 2002, nr. 52, 25
- BME CONSULTING (in opdracht van de EUROPESE COMMISSIE), “The EU Market for Consumer Long-term Retail Savings Vehicles – Comparative Analysis of Products, Market Structure, Costs, Distribution Systems and Consumer Saving Patterns – Final Report”, 15 november 2007 (249 p.)
- BNP PARIBAS, “Response on the application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation – A preliminary assessment by the Commission services Consultation”, SEC (2004-1459), 31 januari 2005
- N. BOARDMAN, “The United Kingdom”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 314-332
- T. BOEDTS en F. JENNE, “De nieuwe regels inzake het vrijwillig openbaar bod”, *T.R.V.*, 2007, afl. 8, 577-631
- F. BOLKESTEIN, “The Financial Services Action Plan”, SPEECH/02/249, 3 juni 2002
- F. BOLKESTEIN, “Financial services: latest report highlights sustained progress in integrating EU capital markets”, IP/02/1785, 2 december 2002
- F. BOLKESTEIN, “Learning the lessons of the Financial Services Action Plan – Address at Edinburgh Finance and Investment Seminar”, SPEECH/04/50, 29 januari 2004
- Th. BONNEAU, “La loi du 26 juillet 2005 ne donne qu'une vue partielle de la réforme du prospectus, certaines des innovations de la directive du 4 novembre 2003 étant prises en compte uniquement par le Règlement général AMF”, *RDBF*, 2005, nr. 6, 43
- Th. BONNEAU en F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 2005 (847 p.)
- R.J. BOTTER, “Concentratie van het toezicht op de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk; de Financial Services Markets Act 2000. Een voorbeeld voor Nederland?”, *Ondernemingsrecht*, 2001, 54-58
- P. M. BOURY en R. PANASAR, “The Prospectus Directive – Creating a Single European passport”, *PLC Global Counsel*, 2004, 28
- J. BOYD, G. DE NICOLÒ EN A. JALAL, “Bank Risk-Taking and Competition Revisited: New Theory and New Evidence”, *IMF Working Paper*, WP/06/297, december 2006 (49 p.)
- H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH, *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, Antwerpen, Maklu, 1996 (507 p.)
- L. D. BRANDEIS, *Other People's Money – And How Bankers Use it*, New York, Stokes, 1914
- R. BREALEY en S. MYERS, *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 1996, 5^e ed.
- M. BRENNER, “Monetary Policy: Processes and Policies (The European Community after Twenty Years)”, *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 440, 1978
- S. BRISCOE en K. GUHA, *Financial Times*, 28 augustus 2006, 11
- A. BRUYNEEL, “La federalisation du droit des sociétés par actions aux Etats-Unis”, *Revue de droit international et de droit comparé*, 1968, nr. 3-4, 168-203
- A. BRUYNEEL, “La Commission bancaire belge (I)”, *Banque*, 1972, nr. 303, 13
- A. BRUYNEEL, “La Commission bancaire belge (II)”, *Banque*, 1972, nr. 304, 125
- A. BRUYNEEL, “The Belgian Commission Bancaire : Functions and Methods”, *Droit & Pratique du Commerce International*, 1980, 6, nr. 3, 351
- A. BRUYNEEL, “Le droit bancaire”, *J.T.*, 1982, 349-358
- A. BRUYNEEL, “La réforme financière de 1990. Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers”, *J.T.*, 1991, 549-563
- A. BRUYNEEL, “Les prospectus financiers: quelques réflexions”, in : X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004, 111, 136
- A. BRUYNEEL, “Observations sur la réforme (1988-1993) du droit bancaire et financier belge”, in: X, *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.), 29-82
- A. BRUYNEEL, “Le droit financier et le droit de l'assurance”, in : J. BUYLE, W. DERIJCKE, J. EMBRECHTS en I. VEROUGSTRAETE (eds.), *Tweehonderd jaar Wetboek van Koophandel*, Brussel, Larcier, 2007 (389 p.), 197
- A. BRUYNEEL, “Opérations de banque et droit de la consommation (Quelques réflexions en fin de siècle)”, in X. : *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Brussel, Bruylant, 2000 (1092 p.), 343-375
- A. BRUYNEEL, “Le droit des O.P.A. en 2007”, *J.T.*, 2007, 569-583
- A. BRUYNEEL, “Les offres publiques d'acquisition. Réforme de 1989”, *J.T.* 1990, deel 1: 141-160, slot: 165-183

- A. BRUYNEEL, “Un jalon important dans l'histoire juridique de la CBFA?”, *Bank Fin. R.*, 2005, afl. 2, 143-144
- A. BRUYNEEL, “Synthèses de droit financier”, *J.T.*, 2004, 665-682
- A. BRUYNEEL en T. VAN DYCK, “Syntheses van financieel recht”, *T.B.H.*, 2005/6, 575
- Th. BUCHS en J. MATHISEN, “Competition and Efficiency in Banking: Behavioral Evidence from Ghana”, *IMF Working Paper*, WP/05/17, januari 2005 (26 p.),
- M. BUCKLE en J. THOMPSON, *The UK Financial System: Theory and Practice*, Manchester University Press, 2004 (392 p.)
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN (BVK), “Stellungnahme”, ongedateerd (3 p.)
- L. BURN, “The EEA Prospectus directive”, *JIBFL*, 2005, nr. 10/20, 387
- L. BURN en B. WELLS, “The Pan-European Retail Market – Are We There Yet?”, *2 Capital Markets Law Journal*, 2007, 263
- M. BUSSANI en U. MATTEI, “The Common Core Approach to European Private Law”, *3 Columbia Journal of European Law*, 1997, 339
- B. BUTTNER, “How - and Whether - to Read Your Prospectus”, *TheStreet.com*, juli 1998, www.thestreet.com/basics/schoolhouse/31854.html
- R. BUXBAUM, G. HERTIG, A. HIRSCH en K. HOPT (eds.), *European Business Law – Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization*, Berlijn/New York, 1991 (413 p.)
- J. BUYLE, W. DERIJCKE, J. EMBRECHTS en I. VEROUGSTRAETE (eds.), *Tweehonderd jaar Wetboek van Koophandel*, Brussel, Larcier, 2007 (389 p.)
- K. BYTTEBIER, “Artikelsgewijze commentaar bij Art. 4 W. Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004 (316 p.), 237-301
- K. BYTTEBIER, *Handboek financieel recht*, Antwerpen, Kluwer, 2001

-C-

- I. CABRAL, F. DIERICK en J. VESALA, “Banking Integration in the Euro Area”, *Occasional Working Paper*, 2002, n. 6, European Central Bank
- C. CALDERON en L. LIU “The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth”, *Journal of Development Economics*, 2003, 72, 321-334
- P. CALLENS, “Openbaar bod: de aanpassing van de Belgische regelgeving aan de 13de Richtlijn”, *T. Fin. R.*, 2007, afl. 3, 132-195
- P. CAMÀRA, “The End of the ‘Golden Age’ of Privatisations? The Recent ECJ Decisions on *Golden Shares*”, *3 European Business Organization Law Review*, 2002, 503
- D. CAPRASSE, “Inducements under MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 449
- F. CAPRIGLIONE, *La nuova legge sul risparmio - Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padua, Cedam, 2006 (410 p.)
- M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive – An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994, 79
- M. CARDON DE LICHTBUER, “Les perspectives européennes : le projet de directive sur les services d’investissement”, in: X, *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, 47
- W. CARNEY, “Jurisdictional Choice in Securities Regulation”, *41 Va. J. Int’l L.*, 2001, 717
- W. CARY, “Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware”, *83 Yale L.J.*, 1974, 663
- J.-P. CASEY EN K. LANNON, “The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?”, *ECMI Policy Brief*, nr. 1, mei 2006
- Ch. CASTELEIN, “De Societas Europaea: nuttig instrument of maat voor niets? Bijdrage over een toekomstige vennootschapsvorm, met bijzondere aandacht voor het I.P.R.”, *Jura Falconis*, 2002-2003
- N. CETORELLI en M. GAMBERA, “Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth : International Evidence from Industry Data”, *The Journal of Finance*, vol. LVI, nr. 2, 2001, 617-648
- H.-C. CHEN en J. RITTER, “The Seven Percent Solution”, *Journal of Finance*, 2000, 55, 1105-1131
- S. CHOI en A. PRITCHARD, “Behavioral Economics and the SEC”, *56 Stan. L. Rev.*, 2003, 1
- S. CHOI, “Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation”, *2 J. Small & Emerging Bus. L.*, 1998, 27
- S. CHOI, “Promoting Issuer Choice in Securities Regulation”, *41 Va. J. Int’l L.*, 2001, 815
- J. CHOI, D. LAIBSON en B. MADRIAN, “Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds”, 2006 (48 p.), 4-5 (www.som.yale.edu/faculty/jjc83/fees.pdf)

- A. CIACCHI, “Non-Legislative Harmonisation of Private Law under the European Constitution : Protection from Unfair Suretyships”, 13 *European Review of Private Law*, 2005, 285
- A. CIACCHI, “Non-Legislative Harmonisation : Protection from Unfair Suretyships” in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 197-205
- H. CLAASSENS en H. COUSY, “Het algemeen kader van de richtlijnen van de derde generatie”, in: X., *Het Europa van de verzekeringen. De richtlijnen van de derde generatie*, Antwerpen/Louvain-la-Neuve/Brussel, Maklu/Academia/Bruylant, 1992 (384 p.), 17-45
- W. CLARKE, *How the City of London Works – An introduction to its Financial Markets*, Londen, Sweet & Maxwell, 2004 (159 p.)
- M. CLAWSON, “The Mythology of Market in Twentieth Century Corporation Doctrine”, 33 *U.S.F. L. Rev.*, 1993, 173, 190
- CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON, “Non-EEA Issuers’ Home Member State Determination under the Prospectus Directive: European Commission Interpretive Position”, november 2005 (6 p.)
- P. CLERMONTTEL en B. DORNIC, “L’émérgence d’une notion autonome de placement privé”, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1998, 219
- CLIFFORD CHANCE (E. VAN KRANENBURG), Brief van 20 juni 2005 (6 p.)
- C. CLOTTENS, “De notie ‘openbaar beroep op het spaarwezen’ en de toepassing van de reglementering inzake openbare overnameaanbiedingen”, *T.R.V.* 2005, afl. 5, 335-338 (Noot onder Brussel (8e k.), 1 juli 2005, *T.R.V.*, 2005, afl. 5, 329)
- J. COATES, “Private vs. Political Choice of Securities Regulation: A Political Cost/Benefit Analysis”, 41 *Va. J. Int’l L.* 531, 2000, 553
- J. COFFEE, “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 717
- J. COFFEE, “Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation”, 52 *Bus. Law.*, 1997, 1195
- J. COFFEE, “A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ”, in: J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 215
- P. COFFEY, *The European Monetary System : Past, Present and Future*, Kluwer, 1987
- M. H. COHEN, “‘Truth in Securities’ Revisited”, 79 *Harv. L. Rev.*, 1966, 1340
- V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels – Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 226-279
- V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *Bank Fin. R.*, 2007, afl. 6, 396-422
- D. COLLINS EN M. ABRAHAMSON, “Measuring the Cost of Equity in African Financial Markets”, *Emerging Markets Review*, 2006, 7, 67-81
- E. COLOMBO en J. DRIFILL (eds.), *The Role of Financial Markets in the Transition Process*, Berlijn, Springer, 2003
- B. COLMANT, R. GILLET en A. SZAFARZ, *Efficience des marchés – Concepts, bulls spéculatives et image comptable*, Brussel, Larquier, 2003 (95 p.)
- COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (o.l.v. H. SCOTT, G. HUBBARD en J. THORNTON), *Interim Report*, 30 november 2006 (152 p.)
- P.-H. CONAC, “La Fusion de la COB et du CMF”, in : H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE (eds.), *Mélanges AEDBF-France-III*, Banque éd., 2001
- D. COPENHAFER, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, 19.
- A. CORCORAN en T. HART, “The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market”, 8 *Colum. J. Eur. L.*, 2002, 221
- P.E.B. CORTEN, “Het element besloten kring in de Nederlandse effectenwetgeving”, *TVVS*, 1997, 170
- H. COUSY, “‘Gedragsnormen’: een nieuwe rechtsbron in het financiële recht”, *DAOR*, 2007, 253-257
- H. COUSY, “Gezamenlijk aanbod van financiële diensten. Een nieuwe lente, ook een nieuw geluid?”, *T.B.H.*, 2001, 177-179
- H. COUSY, “Een algemeen overzicht van de Wet van 2 augustus 2002 en de hervorming van het toezicht op de financiële sector”, in: JAN RONSE INSTITUUT, *Financiële Wetgeving: De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005 (479 p.), 11-35
- H. COUSY, H., “Tussenpersonen in de financiële sector”, in: J. STUYCK en P. MAEYAERT (eds.), *De handelsagentuurovereenkomst. De nieuwe wet van 13 april 1995 betreffende de handelsagentuurovereenkomst*, Brugge, Die Keure, 1995 (151 p.), 27-53
- H. COUSY, “Harmonisation of national laws against the background of diverging legal cultures”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 349-362
- H. COUSY, “Komt er dan toch een Europese harmonisatie van het verzekeringscontractenrecht?”, *T.B.H.*, 2007, 741-746
- H. COUSY, “De ontwikkelingen in het verzekeringsrecht (1964-2000)”, *T.P.R.*, 2001, 23-54
- H. COUSY, “Les ‘règles de conduite’ et le droit des assurances”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 496
- C. COX, “Deepening the Transatlantic Marketplace: From Rhetoric to Reality”, Transcript van een conferentie gehouden te Brussel op 29

april 2007, (27 p.),

- C. COX, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, 6
- J. COX, "The Future Content of the U.S. Securities Laws: Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay", 63 *Law & Contemp. Prob.*, 2000, 11
- P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.)
- P. CRAIG en C. DE BURCA, *EU Law – Text, Cases and Materials*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (4e ed.) (1148 p.)
- A.B. CRAMP, "Financial Integration in Western Europe (Book Review)", *Economic Journal*, 1969, 79/316, 927
- S. CRIADO en A. VAN RIXTEL, "Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007-2008: An Introductory Overview", Banco De Espana – Documentos Ocasionales No. 0808, 2008 (43 p.)
- CSFS, *Study on the Impact of the Prospectus Regime on EU Financial Markets – Final Report*, juni 2008 (61 p.)
- CSFI, "MiFID Article 4: A round-table discussion with Elizabeth McKnight (Herbert Smith), Simon Morris (Cameron McKenna), Timothy Spangler (Berwin Leighton Paisner LLP), Timothy Baker (LIBA) and Jane Welch (British Institute of International & Comparative Law)", 4 oktober 2006
- D. CUMMING en S. JOHAN, "Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets", Working Paper, 27 augustus 2006 (37 p.), beschikbaar op <http://ssrn.com/abstract=842964>
- L. CUNNINGHAM, "From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis", 62 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1994, 546

-D-

- J.-C. D'HEROUVILLE, "La notion d'investisseur averti", *Banque & Droit*, 1998, 20
- L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers & des valeurs mobilières*, Brussel, De Boeck & Larcier, 2004
- G.F. DALENOORD, "Prospectusplicht bij herstructurering", *Vennootschap & Onderneming*, 2002, nr. 12, 216
- J. DALHUIZEN, "Financial Services, Products, Risks and Regulation", *European Business Law Review*, 2007, 819, 1076-1077
- C. DALTON (ed.), *Progressive Lawyering, Globalization and Markets – Rethinking Ideology and Strategy*, Buffalo, William S. Hein & Co., Inc., 2007 (270 p.)
- C. DAMMERS en H. PARRY, "IPMA Regulation of the Primary Market in International Securities", in: H. PARRY, T. LITTLE en M. TAYLOR (eds.), *Bond Markets : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 1999 (245 p.), 69-85
- K. DANIEL, D. HIRSHLEIFER en A. SUBRAHMANYAM, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreaction", in: R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.)
- K. DANIEL, D. HIRSHLEIFER en A. SUBRAHMANYAM, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *Journal of Finance*, 1998, 53, 1839-1885
- P. DAVIES, "Review of Issuer Liability (Liability for Misstatements to the Market: Discussion Paper)", maart 2007
- P. DAVIES, "Review of Issuer Liability", *HM Treasury*, juni 2007
- P. DAVIES, G. HERTIG en K. HOPT, "Beyond the Anatomy", in: R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.), 215
- P. DAVIS en O. DE BANDT, "Competition, contestability and market structure in European Banking Sectors on the eve of EMU", *Journal of Banking and Finance*, 2000, vol. 24/6, 1045-1066
- P. DAWSON, "Financial Development and Growth in Economies in Transition", *Applied Economics Letters*, 2003, 10, 833-836
- F. DE BAUW en M. DUPLAT, "Approbation, dispense et reconnaissance des prospectus. Fonctionnement du marché primaire", in M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65
- L.E. DE BEER en P. ZIJP, "De prospectusrichtlijn: de eerste tweeënhalve laag van Lamfalussy", *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 7, 140
- Y. DE CORDT en G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence en droit financier*, Brussel, Larcier, 2008 (381 p.)
- Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT en P. HAMER (eds.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007 (385 p.)
- J. DE GREGORIO en P. GUIDOTTI, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 1995, vol. 23, nr. 3, 433-448
- J. DE LONG, A. SHLEIFER, L. SUMMERS en R. WALDMANN, "The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading", *Journal of Finance*, 1989, 44, 681-696
- D. DE MEZA, B. IRLENBUSCH EN D. REYNIERS, *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, juli 2008 (103 p.)
- G. DE NICOLO en A. TIEMAN, "Economic Integration and Financial Stability : A European Perspective", *IMF Working Paper*,

WP/06/296, december 2006 (28 p.)

- R.E. DE ROOY, "Uitleg van het begrip 'aanbieden van effecten buiten een besloten kring', *Bb*, 1998, 47
- R.E. DE ROOY, *Emissies op de Nederlandse markt*, 2003, Kluwer (131 p.)
- V. DE SCHRYVER, "De vennootschap die een openbaar beroep doet of heeft gedaan op het spaarwezen" in: H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH, *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, Antwerpen, Maklu, 1996 (507 p.), 71-98
- A. DE SERRES, S. KOBAYAKAWA, T. SLØK en L. VARTIA, "Regulation of Financial Systems and Economic Growth", *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on "Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe"), Berlijn, 28-29 september 2006 (49 p.)
- H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE, "Règlement COB portant modification des règlements COB n°95-01, 98-01 et 98-08. Exigence sur le prospectus d'une langue usuelle en matière financière et précisions sur le résumé en français", *Banque et droit*, 2002, nr. 83, 30
- H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE, "Projet de directive Prospectus – Présentation générale", *Banque et Droit*, 2003, nr. 90, 47
- H. DE VAUPLANE en J.-J. DAIGRE (eds.), *Mélanges AEDBF-France-III*, Banque éd., 2001
- H. DE VAUPLANE en J.-P. BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, 3^e édition, Parijs, Litec, 2001
- P. DE VRIES, "Geslaagde introductie", *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1999, nr. 1, 3
- V. DE VUYST, "Artikelsgewijze commentaar", X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- E.M. DEERENBERG EN J.Z. HAVERS, "Implementatie van de prospectusrichtlijn: wijzigingen van Wte 1995 en Bte 1995 (1)", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 6, 159
- E.M. DEERENBERG EN J.Z. HAVERS, "Implementatie van de prospectusrichtlijn: wijzigingen van Wte 1995 en Bte 1995 (2)", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 11, 335
- P. DELLA FAILLE, "La transposition de la Directive Prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier", *T.B.H.*, 2007, afl. 1, 3-38
- P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers. Transposition en droit belge de la directive MiFID*, Louvain-la-neuve, Anthemis, 2008 (300 p.)
- A. DEMIRGÜÇ-KUNT en E. DETRAGIACHE, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", *International Monetary Fund Staff Papers*, 1998, 45, 81-109
- A. DEMIRGÜÇ-KUNT en R. LEVINE (eds.), *Financial Structure and Economic Growth*, Cambridge, MIT Press, 2001
- DEUTSCHE BANK, "FSAP Evaluation Part I: Process and implementation – Response by Deutsche Bank AG", ongedateerd
- DEUTSCHE BANK, "Financial Services Action Plan: Progress and Prospects - Comments by Deutsche Bank AG", 10 september 2004 (14 p.)
- DEUTSCHE BANK RESEARCH (R. DIECKMANN), "EU retail banking Drivers for the emergence of cross-border business", 7 april 2006 (12 p.)
- DEUTSCHE BANK RESEARCH, "Bubble trouble in the housing market?", 21 februari 2003 (www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000052292.pdf) (12 p.)
- DEUTSCHE BÖRSCHEN AG, *Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*, Gabler Verlag, 2006 (406 p.)
- DEUTSCHER-ANLEGGERSCHUTZBUND en PROTECTINVESTALLIANCE, "Stellungnahme", ongedateerd (4 p.)
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, "Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz)", 3 januari 2005 (18 p.)
- DEUTSCHES DERIVATE INSTITUT, "Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Regierungsentwurf des Prospektrichtlinie- Umsetzungsgesetzes am 13. April 2005", 8 april 2005 (29 p.)
- M. DEVEREUX en G. SMITH, "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, 1994, 35, 535-550
- W. DEVROE, "De onverenigbaarheid van de nieuwe Belgische Wet op het hypothecair krediet met het E.G.-recht inzake vrije vestiging en dienstverlening", *T.R.V.*, 1993, 3-14
- H. DEWULF en Ch. VAN DER ELST, *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (420 p.)
- P. DIAMOND, "What Stock Market Returns To Expect For The Future?", *An Issue in Brief: Center for Retirement Research at Boston College*, 1999, 2
- X. DIEUX, "Examen de jurisprudence (1990-2003). Droit financier", *R.C.J.B.*, Deel 1: 2004, afl. 2, 207-266, deel 2: 2005, afl. 2, 331-414
- X. DIEUX en D. WILLERMAIN, "Les O.P.A. obligatoires en droit belge et européen après la directive du 21 avril 2004 et la loi du 1er avril 2007 (y compris les règles transitoires)", *Rev. prat. soc.*, 2007, afl. 1, 7-114
- X. DIEUX, en D. WILLERMAIN, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *Bank*

Fin. R., 2007, afl. 1, 3-36

- X. DIEUX, “Du ‘marché efficient’ au ‘marché fiable?’” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 397
- A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN en W.J. MOELIKER, “CESR : De beginjaren”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 55
- A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN, “The regulatory regimes in the EU and in the US”, toespraak 31 januari 2007 (7 p.)
- A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN, “Enhancing supervisory convergence through CESR”, toespraak 8 december 2004 (5 p.)
- A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN, “European Financial Integration: Progress & Prospects”, toespraak 22-23 juni 2004 (3 p.)
- J. DRIFILL, “Growth and Finance”, *The Manchester School*, 2003, 71, 363-80
- J. DRIFILL en T. MICKIEWICZ, “The Order of Financial Liberalisation : Lessons From the Polish Experience”, in: E. COLOMBO en J. DRIFILL (eds.), *The Role of Financial Markets in the Transition Process*, Berlijn, Springer, 2003
- L.-F. DU CASTILLON en G. JAKHIAN, “Le régime des sociétés anonymes faisant ou ayant fait appel public à l’épargne”, in : C. JASSOGNE en G. BLOCK, *Traité Pratique de Droit Commercial*, Tome 5, Brussel, Kluwer, 2003 (320 p.), 56
- H. DUMOULIN, “European listings”, *IFLR Capital Markets Forum (Londen)*, 3 april 2006
- E. DU PERRON, “Whisky met garantie”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 8/9, 223
- J.-L. DUPLAT, “The Role of the National Authorities in the Implementation of Directives”, in : J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects (Generale Bank Chair Lectures 1991-1992)*, Boston, Kluwer/Deventer, 1993 (121 p.), 85-93
- M. DUPLAT, “La directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *Rev. Prat. Soc.*, 2004, 105
- M. DUPLAT, “Les intermediaries financiers face à la classification des investisseurs”, *J.T.*, 2002, 445

-E-

- F. EASTERBROOK en D. FISCHER, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *70 Va. L. Rev.*, 1984, 669
- F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Londen/Cambridge, Harvard University Press, 1991 (370 p.)
- EBIC, “Open Letter with EBIC comments”, 26 april 2005
- EBIC, “EBIC Response To The Green Paper On Financial Services Policy (2005-2010)”, 2005 (25 p.)
- ECRI en CEPS, “Summary – Integration of Retail Financial Markets in the EU: A Challenge for Europe?”, 28 februari 2003
- EFAMA, *Fact Book*, 2006
- B. EICHENGREEN en M. MUSSA, i.s.m. G. DELL’ARICCIA, E. DETRAGIACHE, G.M. MILESI-FERRETTI en A. TWEEDIE, “Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects”, *Occasional Paper No. 172, International Monetary Fund*, 1998
- H. EIDENMÜLLER en W. SCHÖN (eds.), *The Law and Economics of Creditor Protection*, Den Haag, Asser, 2008 (489 p.)
- S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 2002 (307 p.)
- J. EKKENGA en H. MAAS, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlijn, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co, 2006 (388 p.)
- M. ELDERFIELD (ed.), *A Practitioner’s Guide to MiFID*, Londen, City & Financial Publishing, 2007 (348 p.)
- E. ELTON, M. GRUBER, S. DAS en M. HLAVKA, “Efficiency with Costly Information : A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios”, *The Review of Financial Studies*, 1993/6, nr. 1, 1-22
- A. ELVINGER, “L’Evolution Législative de la Décennie 1993-2003”, in : ASSOCIATION LUXEMBOURGEOISE DES JURISTES DE BANQUE, *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 1, Brussel, De Boeck & Larcier, 2004 (478 p.)
- L. ENRIQUES en M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Working paper, april 2008 (33 p.)
- ERNST & YOUNG, *Insights 2006*, 2006 (36 p.)
- EURONEXT AMSTERDAM, Brief dd. 23 maart 2004 (6 p.)
- EURONEXT AMSTERDAM, Brief dd. 20 juni 2005 (2 p.)
- EURONEXT, Présentation, ongedateerd, beschikbaar op www.euronext.com/editorial/wide/editorial-4050-FR.html
- EUROPEAN BANKING FEDERATION, “Response On The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation – A Preliminary Assessment by the Commission Services”, 31 januari 2005
- EUROPEAN CENTRAL BANK, “Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long-Term”, februari 1999
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Glossary*, ongedateerd, beschikbaar op www.ecb.int/home/glossary/html/gloss.en.html

- European Credit Research Institute (ECRI), *Consumer Credit Newsletter*, januari 2005, nr. 15 (10 p.)
- EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading”, 5 september 2007 (27 p.)
- EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), “Differences between the Definitions of “Qualified investor” in the Prospectus Directive and “Professional Client” and “Eligible Counterparty” in MiFID – Is Alignment Needed?”, november 2008 (18 p.)
- M. EYSKENS, *Makelaar en agent in de bank-, beleggings- en verzekeringssector*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van Doctor in de Rechten, oktober 2006 (595 p.)
- M. EVANS, “The Prospectus Directive”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner’s Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.), 193, 202

-F-

- F. J. FABOZZI (ed.), *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2003 (847 p.)
- B. FALKENA en E.R. SCHREUDER, “Uitgifte van effecten buiten besloten kring”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 9, 167
- E. FAMA, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance*, 1991/46, 1575-1617
- E. FAMA, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 1970, 25/2, 383-417
- E. FAMA en K. FRENCH, “Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 1989/25, 23-49
- J. FARMER en A. LO, “Frontiers of Finance: Evolution and Efficient Markets”, *Proc. Natl. Acad. Sci.*, 1999/96, 9991
- A. FAYT, “La société européenne: aspects de droit communautaire et de droit belge (Première partie)”, *JT*, nr. 6216, 10/2006, 157
- FBE, “19th Meeting of the Associates - State of Integration of Europe’s Financial Markets”, 29 november 2004 (42 p.)
- R. FENS, “Nieuwe Beursregels AEX”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 3, 39
- L. FERGUSSON, “Equities”, in: S. GLEESON, *A Practitioner’s Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, Surrey, City and Financial Publishing, 2006 (2e ed.) (399 p.), 209
- L. FERNANDEZ, F. KABOUVA en Z. TODOROVA, “On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis”, Working Paper No. 548, november 2008 (30 p.), 24-25
- B. FERON, “La réforme de la bourse – Aperçu général de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, aux statuts des entreprises d’investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et aux conseillers en placement”, *R.P.D.S.*, 1995, 308
- B. FERON en H. WOUTERS, “La Directive 93/22 concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières et son impact sur la loi du 4 décembre 1990”, *R.P.D.S.*, 1994, 209
- B. FERON en B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1997
- E. FERRAN, “The Regulatory Process for Securities Law-Making in the EU”, in: J. ARMOUR en J. MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation*, Hart Publishing, 2006 (718 p.), 577
- E. FERRAN, “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”, *ECFR* 2, 2006, 178
- E. FERRAN, “Cross-border Offers of Securities in the EU: The *Standard Life* Flotation”, *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4, nr. 4, 461
- E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004 (304 p.)
- G. FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”, *European Review of Contract Law*, 2004, 19
- G. FERRARINI, “The European Market Abuse Directive”, *CMLR* 41, 2004, 711-741
- G. FERRARINI, K. HOPT en E. WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Den Haag, Kluwer Law International, 2002 (607 p.)
- G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.)
- G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond*, London, Kluwer Law International, 1998
- A. FERRELL, “A Global View: Examining Cross-Border Exchange Mergers”, *Written Testimony Before the Senate Subcommittee on Securities, Insurance and Investment*, 12 juli 2007 (17 p.), beschikbaar op www.law.harvard.edu/news/2007/07/ferrell.pdf
- A. FERRELL, “Measuring the Effects of Mandated Disclosure”, 1, *Berkeley Bus. L.J.*, 2004, 369
- FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE, “Issue 89: Prospectus Directive – Choice of Home Member State Working Group”, september 2004 (7 p.)

- FINANCIAL SERVICES, CONSUMERS AND SMALL BUSINESSES, “A User Perspective on the Reports on Banking, Asset Management, Securities and Insurance of the FSAP Stocktaking Groups”, FIN-USE Forum, oktober 2004
- M. FINETTE, “Das neue Wertpapierprospektgesetz”, Fachhochschule Köln, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, 1 december 2005 (19 p.)
- K. FIRTEL, “Plain English: a Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure Under The Securities Act of 1933”, 72 *S. Cal. L. Rev.*, 1999, 851
- S. FISCHER, “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”, IMF Seminar – Asia and the IMF, 19 september 1997, nr. 10
- D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus directive. An overview of the unified European prospectus regime”, *JIBFL*, 2004, nr. 11/19, 448
- D. FISCHER-APPELT en T. WERLEN, “The EU Prospectus Directive – Content of the Unified European Prospectus Regime and Comparison with U.S. Securities Laws”, *Euredia*, 2004/3, 379
- J. FISHER, J. BEWSEY, M. WATERS en E. OVEY, *The Law of Investor Protection*, Londen, Sweet & Maxwell, 2003 (657 p.)
- R. FISMAN en I. LOVE, “Financial Development and Intersectoral Allocation”, *Journal of Finance*, 2004, 59
- H. FLEISCHER, “Judgments of the Full Court of 4 June 2002”, 40 *C.M.L.Rev.*, 2003, 493
- E. III FLETCHER, “Of Crashes, Corrections, and the Culture of Financial Information-What They Tell Us about the Need for Federal Securities Regulation”, 54 *Mo. L. Rev.*, 1989, 515, 548
- J.M. FOMBELLIDA, “La proposition de directive concernant les services d’investissement”, *Cahiers du droit européen*, 1989, 583
- W. FONTEYNE, “EU: From Monetary to Financial Union”, *Finance & Development*, 2006, vol. 43/2, 48
- P. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE en R. JAFFERALI, *Les offres publiques d’acquisition. Le nouveau régime*, Brussel, Larcier, 2008 (448 p.)
- H. FORSSELLIUS, “Restrictions in the ‘General Good’ Under the European Banking Act, in : U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.), 79-92.
- M. FOX, “Optimal Regulatory Areas for Securities Disclosure”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 1017
- M. FOX, “The Political Economy of Statutory Reach: U.S. Disclosure Rules in a Globalizing Market for Securities”, 97 *Mich. L. Rev.*, 1998, 696
- M. FOX, “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment”, 85 *Va. L. Rev.*, 1999, 1335
- M. FOX, “The Securities Globalization Disclosure Debate”, 78 *Wash. U. L.Q.*, 2000, 567
- M. FOX, “The Issuer Choice Debate”, 2 *Theoretical Inquiries in L.*, 2001, 563
- M. FOX, “Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom”, 95 *Mich. L. Rev.*, 1997, 2498
- B. FRANCOIS, *L’appel public à l’épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur de l’Université Panthéon-Assas (Paris II), 12 september 2003 (629 p.)
- B. FRANÇOIS, “Vers une nouvelle définition de l’appel public à l’épargne”, *Recueil Dalloz*, 2004, 1652
- D. FRANK, J. SAVORY, en J. CROSTHWAIT, “United Kingdom”, *International Financial Law Review*, 1993, 44
- T. FRANKEL, “Regulation and Investors’ Trust in the Securities Market” 68 *Brook. L. Rev.* 439
- J. FRANTZEN, “L’offre de valeurs mobilières après l’entrée en vigueur de la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre public ou d’admission de valeurs mobilières à la négociation”, *DAOR*, 2006/77, 3
- J.P. FRANX, “Alternext Amsterdam: een niet-gereguleerde markt voor small- en midcaps”, *Ondernemingsrecht* 2006, nr. 152, 463
- J.P. FRANX, “‘Shelf registration’ onder de Europese Prospectusrichtlijn en in de VS: wat betekent het voor issuers en underwriters?”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 3, 48
- J.P. FRANX, “The Netherlands”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 242-255
- X. FREIXAS, PH. HARTMANN en C. MAYER, “The Assessment : European Financial Integration”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, nr. 4, 475-489
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “Response to the Consultation on UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC”, ongedateerd (6 p.)
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “Italian law on savings – Law 262 of 28 December 2005”, januari 2006 (5 p.)
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “The Prospectus Directive”, februari 2003 (18 p.)
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “How the Prospectus Directive Will Affect Issuers”, november 2004 (7 p.)
- FRIED, FRANK, HARRIS, SHRIVER & JACOBSON LLP, “Client Memorandum – The Regulation of Private Placements in France (Updated)”, 21 september 2005 (12 p.)
- H. M. FRIEDMAN, “On Being Rich, Accredited, and Undiversified: The Lacunae in Contemporary Securities Regulation”, 47 *Okla. L. Rev.*, 1994, 291

- M. FURSE, *Compendium of EC Financial Services Law*, London/Dublin/Edinburgh/Munich, Butterworths, 1990 (600 p.)
- M. FYON, “La réforme du droit des offres publiques d'acquisition”, *Bank Fin. R.*, 2007, deel 1: afl. 4, 242-280, deel 2: afl. 5, 295-333;
- M. FYON en P. WAUTELET, “Le champ d'application, les questions de droit international privé et le prospectus”, in : Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT en P. HAMER (eds.), *La réforme de la réglementation sur les offres publiques d'acquisition*, Waterloo, Kluwer, 2007 (385 p.), 53-93
- M. FYON, “La transposition de la Directive prospectus : la loi du 16 juin 2006 sur les offres publiques d'instruments de placement et les admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 28 september 2006
- M. FYON en Ph. STROOBANT, “Les nouvelles dispositions en matière de prospectus”, *Séminaire Vanham & Vanham*, 20 maart 2008, 6

-G-

- A. GAUVIN, “Appel public à l'épargne. Entrée en vigueur du règlement CE n° 809/2004 pris en application de la Directive Prospectus”, *RDBF*, 2005, nr. 5, 38
- S. GADINIS, “The Politics of Competition in International Financial Regulation”, Harvard John M. Olin Fellow's Discussion Paper No. 15, juni 2008 (90 p.)
- R. GEDDES, *IPOs and Equity Offerings*, Oxford, Butterworth-Heinemann, 2003 (272 p.)
- K. GEENS, “Het Europees vennootschapsrecht bijna vijftig jaar later”, X., *Recht in beweging*, Antwerpen, Maklu, 2006 (388 p.), 321-330
- K. GEENS, “Over transnationale zetelverplaatsing”, in: X., *Liber Amicorum Frans Bouckaert*, Leuven, Universitaire Pers, 2000, 565
- K. GEENS, “De zetelverplaatsing van de Europese vennootschap als vrij vestigingsvehikel”, in: X., *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 1025
- K. GEENS, “Tien voorstellen voor hervorming van het vennootschapsrecht”, in X., *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Brussel, Bruylant, 2004 (1198 p.), 471-485
- K. GEENS, “De wijziging van controle in een vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan. Hoofdstuk 3 K.B. 8 november 1989”, *T.R.V.*, 1990, 102-119
- K. GEENS, “De fundamentele van het vennootschapsrecht dooreengeschud vóór de eeuwwende” in, Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe vennootschaps wetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995 (372 p.), 13-60
- K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *T.R.V.*, 2006, 75-89
- K. GEENS, “Overpeinzingen bij bijna een halve eeuw vennootschapsrecht”, *T.P.R.*, 2001, 69-84
- K. GEENS en M. WAUTERS, “Insider trading en andere vormen van marktmissbruik”, in X : *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, op 423.
- K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het ‘beginsel van de juiste prijs””, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 451
- U. GEIGER, “The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market”, working paper, 1998 (62 p.), op 47 (tevens gepubliceerd in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1997, 241).
- W. GELDHOF en D. HOMMEZ, “Handel in schone en vuile lucht : groenestroomcertificaten en verhandelbare emissierechten vanuit Kikvorsperspectief”, *TBH*, 2004/8, 823
- E. GEPKEN-JAGER, G. VAN SOLINGE en L. TIMMERMAN, L. (eds.), *VOC 1602–2002, 400 Years of Company Law*, 2003, Deventer, Kluwer
- M. GIANNETTI, L. GUIZO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *EUROPEAN ECONOMY – ECONOMIC PAPERS* nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), (82 p.)
- R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency”, *70 Va. L. Rev.*, 1984, 549
- R. GILSON en R. KRAAKMAN, “Mome in Hindsight: How Has ‘Mechanisms of Market Efficiency’ fared Over the Past 20 Years?”, Working Paper, 2004-2005
- R. GILSON en R. KRAAKMAN, “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, *28 The Journal of Corporation Law*, 2003, 215
- A. GIOVANNINI (ed.), *Finance and Development : Issues and Experience*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993
- E. GIPPINI FOURNIER en J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, “Actions Spécifiques dans les Sociétés Privatisées”, *Revue du Droit de l'Union Européenne*, 2003, 39
- E. GLAESER, S. JOHNSON en A. SHLEIFER, “Coase versus the Coasians”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr. 3, 853-899

- S. GLEESON, *A Practitioner's Guide to The FSA Regulation of Investment Banking*, Surrey, City and Financial Publishing, 2006 (2e ed.) (399 p.)
- J. GOEBEN, "EU smoothes the Way for one European Capital Market", november 2004 (5 p.)
- W. GOETZMANN, R. IBBOTSON, L. PENG, "A new historical database for the NYSE 1815 to 1925: Performance and predictability", *Journal of Financial Markets* 4, 2001, 1-32
- R. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969
- N. GORDON en L. KORNHAUSER, "Efficient Markets, Costly Information and Securities Research", 60 *N.Y.U. L. Rev.*, 1985, 761
- G. GORTON, "The Subprime Panic", Yale ICF Working Paper No. 08-25, september 2008 (40 p.)
- Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, "The Essential Role of Securities Regulation", 55 *Duke L.J.*, 2006, 711
- P.-O. GOURINCHAS en O. JEANNE, "The Elusive Gains from International Financial Integration", *Review of Economic Studies*, 2006, 73/3, 715
- B. GOURISSE, *L'appel public à l'épargne en France*, Parijs, Revue Banque Edition, 2002 (126 p.)
- L.C.B. GOWER, "Capital Market and Securities Regulation in the Light of the Recent British Experience", in : R. BUXBAUM, G. HERTIG, A. HIRSCH en K. HOPT (eds.), *European Business Law – Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization*, Berlijn/New York, 1991 (413 p.), 307
- J. GRAHL en P. TEAGUE, "Problems of Financial Integration in the EU", *Journal of European Public Policy*, 12/6, december 2005, 1005-1021
- E. F. GREEN, "Lecture: The Sixth Annual A.A. Sommer, Jr. Lecture On Corporate, Securities And Financial Law", 11 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2006, 697
- K. GRETSCHMANN (Director General for Competitiveness, Research, Industry, Internal Market, Energy, Info Society and Transport), "Universities and Business Organisations in the ERA", Intervention for the "Knowledge for Growth" Working Party, 7 november 2007
- S. GRIFFIN, *Company Law: Fundamental Principles*, Harlow, Pearson Education, 2007 (478 p.)
- H.-B. GRIFFITH en L. SABLE, "La réforme de l'appel public à l'épargne", *Banque & Droit*, 1999, 22
- M. GROENEVELD, "Wijzigingen in de wet- en regelgeving voor de financiële sector", *Vennootschap & Onderneming*, 2004, nr. 9, 155
- D. GROS en N. THYGESEN, *European Monetary Integration*, Londen, Longman, 1992
- S. GROSSMAN en J. STIGLITZ, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *The American Economic Review*, 1980, 70/3, 393
- S. GROSSMAN, "On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information", *Journal of Finance*, 1976, 31, 573-585
- R. GROTE en Th. MARAUHN, *The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006 (350 p.)
- J. GRUNDFEST, "Punctuated Equilibria in the Evolution of United States Securities Regulation", 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 1 (2002-2003), 8
- J. GRUNDFEST en A. BELLER, "Reinventing the Securities Disclosure Regime: Online Questionnaires as Substitutes For Form-Based Filings", Working Paper No. 361, augustus 2008, 1-11
- J. GRUNDFEST, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission's Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, op 76-77
- S. GRUNDMANN, Das Emissiongeschäft (§112), in : SCHIMANSKY, BUNTE en LWOWSKI (eds.), *Bankrechts-Handbuch – Band II*, München, Verlag C.H. Beck, 2007 (2669 p.), 1190-1272
- S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, "Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects", *Euredia*, 2002, 623
- C. M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, "Europees paspoort voor uitgevende instellingen – Problematiek 'besloten kring' ten einde", *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2001, nr. 6/7, 125
- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, "De veilingfusie in het licht van de Wet toezicht effectenverkeer 1995", in: Vereniging voor Effectenrecht, *Lustrumbundel 1997 – De opkomst van een rechtsgebied*, Kluwer, 1997 (166 p.), 43
- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, "Vrijstellingen van de prospectusplicht voor aanbiedingen van effecten aan het publiek en voor toelating tot de handel op Euronext", *Ondernemingsrecht*, 2005, 143
- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL en F.J.P. VAN DEN INGH, *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, 1996, Kluwer-DeVenter (478 p.)
- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door het effectenrecht – Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2004 (542 p.)
- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht – Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag, Boom Juridische Uitgevers, 2007 (604 p.)

- C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL, “De Wft : Opzij opzij opzij we hebben vreselijke haast!”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 125
- D. GÜNTHER, “The Limited Public Offer in German And U.S. Securities Law: A Comparative Analysis of Prospectus Act Section2(2) and Rule 505 of Regulation D”, 20 *Mich. J. Int’l L.*, 1999, 871
- A. GUZMAN, “Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal”, 39 *Va. J. Int’l L.*, 1999, 607
- A. GUZMAN en A. SYKES (eds.), *Research Handbook of International Economic Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing, 2006 (624 p.)

-H-

- M. HABSCHICK, B. SEIDL, J. EVERS, D. KLOSE en Y. PARSIAN, Survey of Financial Literacy Schemes in the EU, november 2007 (108 p.)
- J. HAGE, “Law, Economics and Uniform Contract Law : A Sceptical View”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 55-68
- F. HANSEN en T. VON HIPPEL, “Commentary on Art. 9”, in: K. HOPT, W. R. WALZ, T. VON HIPPEL en V. THEN (eds.), *The European Foundation: A New Legal Approach*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006, 190 (288 p.)
- J.L. HANSEN, “The New Proposal For a European Union Directive on Market Abuse”, 23 *U. Pa. J. Int’l Econ. L.* 2002, 241-268
- S. HARNAY en I. VIGOUROUX, “Judicial competition, legal innovation and European integration : an economic analysis”, in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 87
- A. HART en O. KERRIDGE (FRESHFIELDS), “Half a decade of FSA Enforcement”, *Informa UK Ltd*, 2006
- M. HARTLEY, R. BARROW en E. LEY, “Special Focus: Prospectus Directive – United Kingdom”, *IFLR*, juli 2005, 42
- Ph. HARTMANN, S. STRAETSMAN en C. DE VRIES, “Banking System Stability: A Cross-Atlantic Perspective,” *Working Paper No. 527*, European Central Bank, 2005
- Ph. HARTMANN, A. FERRANDO, F. FRITZER, F. HEIDER, B. LAURO en M. LO DUCA, “The Performance of the European Financial System”, 2006 (voorgesteld op de International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe” in Berlijn, 29 september 2006)
- G. HATHAWAY en K. GIBSON, “Column: Plain Language: The Word from the Securities and Exchange Commission: Put It In Plain English”, 75 *Michigan Bar Journal*, 1996, 1314
- D. HAUNER en S. PEIRIS, “Bank Efficiency and Competition in Low-Income Countries: The Case of Uganda”, *IMF Working Paper*, WP/05/240, december 2005 (29 p.)
- P.-C. HAUTCOEUR, *Le marché boursier et le financement des entreprises françaises (1890-1939)*, Thèse présentée pour le doctorat des sciences économiques (Université de Paris I Panthéon-Sorbonne), 11 oktober 1994 (511 p.)
- F. HAYEK, “The Use of Knowledge in Society”, *The American Economic Review*, 1945/35, 519-530
- T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota, St. Paul: Thomson/West, 2005 (927 p.)
- F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.)
- G. HERTIG, R. KRAAKMAN en E. ROCK, “Issuers and Investor Protection”, in : R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.), 193
- J.B.S. HIJINK, W.B. KUIJPERS en S.O. LOURENS, “Aanbiedingen van effecten na 1 juli 2005: enkele kernelementen van ‘noodverband prospectus’ belicht”, *Tijdschrift Financieel Recht*, 2005, 8/9, 224
- L.J. HIJMANS VAN DEN BERGH, “Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 9
- HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004
- HM Treasury, Explanatory Memorandum to the Prospectus Regulations 2005 (3 p.)
- HM Treasury, Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses (8 p.)
- HM Treasury (i.s.m. de FSA), “UK Implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC – A Consultation Document”, oktober 2004
- HM Treasury, “Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses” (8 p.)
- HM Treasury, *Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses* (8 p.)
- HM Treasury, *Final Regulatory Impact Assessment Prospectus Regulations 2005*, mei 2005 (14 p.)
- HM Treasury, *Prospectus Directive – Feedback Statement, Summary of Responses* (8 p.)
- Y. HOFHUIS, *Minimumharmonisatie in het Europees recht*, Deventer, Kluwer, 2006 (191 p.)

- S. HOLSHUIJSEN, “Prospectusplicht : effectieve bescherming van beleggers?”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 8/9, 253
- T. HOLZBORN en A. ISRAEL, “Das neue Wertpapierprospektrecht”, *ZIP*, 2005, 1668
- A. HOLZHAUSEN, “European financial market integration and banking consolidation”, *Economy & Markets*, 9/2005, 25-33
- R. HOORNTJE, “Zwijgen dat het gedrukt staat: van prospectusaansprakelijkheid naar risicoaansprakelijkheid met World Online”, *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 5, 103
- K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance After Enron – Updated January 2007”, Working Paper N° 05/2002, ECGI Working Paper Series in Law (een eerdere versie van de tekst werd ook gepubliceerd in *Journal of Corporate Law Studies*, 2003, 221-268)
- K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance After Enron”, in J. ARMOUR, J.A. McCAHERY (eds.), *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Oxford, Hart, 2006, 445-496
- K. HOPT, “Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, Teil 2: Die deutsche Entwicklung im internationalen Vergleich“, *ZHR* 141, 1977, 389
- K. HOPT en E. WYMEERSCH, *European Company and Financial Law – Texts and Leading Cases*, Oxford, Oxford University Press, 2007 (1816 p.)
- K. HOPT, W. R. WALZ, T. VON HIPPEL en V. THEN (eds.), *The European Foundation: A New Legal Approach*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006, 190 (288 p.)
- K. HOPT en H.-C. VOIGT, *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2005 (1209 p.)
- K. HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen – Recht und Praxis in der EG, in Deutschland und in der Schweiz*, 1991, 66
- G. HORSMANS (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, (272 p.)
- HOUSE OF COMMONS LIBRARY, *Research Paper 07/86 – The Treaty Of Lisbon: Amendments to the Treaty Establishing the European Community*, 6 december 2007 (113 p.)
- A. HUDSON, *Securities Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 2008 (912 p.)
- D. HURSTEL, “General Overview – Introduction, Adoption Process, Main Concepts, Strengths and Weaknesses of the EU Prospectus Directive”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005, 5

-I-

- R. IBBOTSON en P. CHEN, “Stock Market Returns in the Long Run – Participating in the Real Economy”, *Financial Analyst Journal*, 2002
- ILBERG en NEISES, “Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum ‘Einheitlichen Europäischen Prospekt’ and zum ‘Marktmissbrauch’ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik”, *WM*, 2002, 635
- J. IMBS, V. ACHARYA e, J. STURGEES, “Finance and the Efficiency of Capital Allocation : Do Bank Branching Regulations Matter?”, *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (31 p. en bijlagen)
- W. INGO, “The International Bond Market in the 1960s (Book Review)”, *Journal of Finance*, 1969, 24/4, 778
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (ICMA), *Circular to members no. 3*, 16 februari 2006 (10 p.)
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (ICMA), *Retail Cascades*, 2 oktober 2007 (7 p.)
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (ICMA), *Response to CESR’s Call for Evidence on the Supervisory Functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, 29 januari 2007 (13 p.)
- INTERNATIONAL PRIMARY MARKET ASSOCIATION (IPMA), “Response to HM Treasury Consultation of October 2004 on implementation of the Prospectus Directive”, ongedateerd (11 p.)
- R. IPPOLITO, “Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance 1965-1984”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, 104/1, 1-23

-J-

- H. JACKSON, “Regulation in a Multisectoral Financial Services Industry: an Exploration Essay”, 77, *Wash. U. L. Q.*, 1999, 319
- H. JACKSON, “Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications”, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 521, 2005
- H. JACKSON, “Regulation in a Multisectoral Financial Services Industry: an Exploration Essay”, 77 *Wash. U. L. Q.*, 1999, 319

- H. JACKSON, "To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns", 28 *Iowa J. Corp. L.*, 2003, 671
- C. JACOMIN, "Transposition de la directive Prospectus. Vers un allègement du régime de l'appel public à l'épargne", *Revue Banque*, 2005, nr. 674, 48
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe Beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991 (490 p.)
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, Kalmthout, Biblo, 1991 (348 p.)
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschapswetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995 (372 p.)
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblo, 1999
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblo, 2000
- JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005
- G. JARRELL, "The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues", 24 *J.L. & Econ.*, 1981, 613
- C. JASSOGNE en G. BLOCK, *Traité Pratique de Droit Commercial*, Tome 5, Brussel, Kluwer, 2003 (320 p.),
- J. JAYARATNE en Ph. STRAHAN, "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 111, 639-670
- T. JENKINSON en A. LJUNGQVIST, *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2001 (256 p.)
- M. JENSEN, "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1968", *Journal of Finance*, 1968, 23, 389-416
- C. JOHNSON, *Corporate Finance and the Securities Laws*, Aspen Law & Business, 1990 (1345 p.)
- C. JOLLS en C. SUNSTEIN, "Debiasing through Law", 35 *J. Legal Stud.*, 2006, 199
- G. JONG, "Soortgelijk sorteert effect", *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004/11, 261

-K-

- D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, "On the Psychology of Prediction", *Psychological Review*, 1973, 80, 237-251
- D. KAHNEMAN en A. TVERSKY, "Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk", *Econometrica*, 1979, 47, 313-327
- D. KAHNEMAN, P. SLOVIC en A. TVERSKY (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 1982, New York, Cambridge University Press, 107-116 (544 p.)
- E. KAMAR, "A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law", 98 *Colum. L. Rev.*, 1998, 1908
- P. KAPTEYN, P. VERLOREN VAN THEMAAT en L. GORMLEY, *Introduction to the Law of the European Communities*, Londen/Den Haag/Boston, Kluwer International, 1998 (1447 p.)
- R. KARMEEL, "The Once and Future New York Stock Exchange: the Regulation of Global Exchanges", *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2007, 355-393
- R. KARMEEL, "Appropriateness of Regulation at the Federal or State Level: Reconciling Federal and State Interests in Securities Regulation in the United States and Europe", 28 *Brooklyn J. Int'l L.*, 2003, 495
- R. KARMEEL, "Symposium: Regulating European Markets: Transnational Perspectives on Current Market Abuse Initiatives: Symposium Article: Reform of Public Company Disclosure In Europe", 26 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, 2005, 379
- A. KASHYAP, R. RAJAN, J. STEIN, "Rethinking Capital Regulation", Paper prepared for Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on "Maintaining Stability in a Changing Financial System", september 2008 (47 p.)
- G. KEMPERINK en J. STUYCK, "The thirteenth company law directive and competing bids", *Common Market Law Review*, 2008, 93-130
- Ch. KERSTING and C. Ph. SCHINDLER, "The ECJ's Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice", 4 *German Law Journal*, nr. 12, 2003
- M. KHAN en A. SENHADJI, "Financial Development and Economic Growth: An Overview", *Journal of African Economies*, 2003, 12, 89-110
- S.-K. KIM, "Legislative Development: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan To Move Forward", 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2004-2005, 213
- C. P. KINDLEBERGER, "The Development of a European Capital Market, Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission (Book Review)", *American Economic Review*, 1967, 57/3, 657
- R. KING en R. LEVINE, "Finance and Growth: Schumpeter May be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 1993, 713-737
- R. KING en R. LEVINE, "Finance, Entrepreneurship and Growth", *Journal of Monetary Economics* 32, 1993, 513-542
- CH. KIRCHNER, R. PAINTER en W. KAAL, "Regulatory Competition in EU Corporate Law After Inspire Art: Unbundling Delaware's

- Product for Europe”, *U. Illinois Law & Economics Research Paper No. LE04-001*, 2004 (50 p.)
- E.-S. KIRSCHEN, *Financial integration in Western Europe*, New York, Columbia University Press, 1969 (144 p.)
- E. KITCH, “The Theory and Practice of Securities Disclosure”, 61 *Brook. L. Rev.*, 1995, 763
- A.P.H. KLEIN en C.W.M. LIEVERSE, “Handelsplatformen onder de MiFID: gereglementeerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 1/2, 2008, 23
- J. KO en Z. HUANGA, “Arrogance Can Be a Virtue: Overconfidence, Information Acquisition, and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84/2, 529-560
- A. KÖNIG, “Prospectus Regulation in Germany”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005
- K. KORNGOLD, “Legal and Policy Choices in the Aftermath of the Subprime and Mortgage Financing Crisis”, New York Law School Legal Studies Research Paper Series 08/09 No. 11, (26 p.), 4-5 e.v.
- R. KRAAKMAN e.a. (ed.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, Oxford University Press, 2004 (231 p.)
- K.A. KRALJ, “De Prospectusrichtlijn : Veelgestelde vragen en antwoorden van CESR”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 4, 179
- K.A. KRALJ, “Alternext Amsterdam, een succesvolle alternatieve markt?”, *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 1, 38
- J. KRAVITT, “Foreword: Some Thoughts on What Has Happened to the Capital Markets and Securitization and Where Securitization is Going” 2008, www.pli.edu/public/17984/foreword.pdf (31 p.)
- H. KRIPKE, “Disclosure Beyond Accounting Disclosure : An Unsatisfied Need”, *The Saxe Lectures in Accounting*, 22 april 1980
- V. KRONENBERGER, “The Rise of the ‘Golden’ Age of Free Movement of Capital : A Comment on the Golden Shares Judgments of the Court of Justice of the European Communities”, 4 *European Business Organization Law Review*, 2003, 115
- F. KUNG, “The International Harmonization of Securities Laws: The Rationalization of Regulatory Internationalization”, 33 *Law & Pol’y Int’l Bus.*, 2002, 443
- E. KWON, “Financial Liberalization in South Korea”, *Journal of Contemporary Asia*, 2004, vol. 34, nr. 1, 70-101

-L-

- R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-1155, 1136-1137
- P.-C. LAFOND (ed.), *Le droit de la consummation sous influences*, Cowansville (Québec), Editions Yvon Blais, 2007 (184 p.)
- H. LAGA, en E. LEROUX, “Overgangsregeling voor deelnemingen met zeggenschap in de nieuwe openbaarbods wetgeving”, *T.R.V.*, 2008, afl. 1, 3-16
- D. LANGEVOORT, “Information Technology and the Structure of Securities Regulation”, 98 *Harv. L. Rev.*, 1985, 747
- D. LANGEVOORT, “The Future Content of the U.S. Securities Laws: Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment”, 63 *Law & Contemp. Prob.*, 2000, 45
- D. LANGEVOORT, “Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited”, 140 *U. Pa. L. Rev.*, 1992, 851
- K. LANNOO en M. LEVIN, *European Financial Law-Making Beyond 2005*, CEPS, 2005
- K. LANNOO, *Corporate Governance in Europe. Report of a CEPS Working Party*, Brussel, CEPS, 1995
- H. LANNOY, “Het cliëntendossier en de zorgplicht onder MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 412
- J. LEBRUN, “La législation financière 1989-1991”, in : G. HORSMANS (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, (272 p.), 10
- J. LEBRUN, “Une première étape vers l’harmonisation des réglementations bancaires”, *Rev. Banque*, 1979, 54
- J. LEBRUN, “La protection de l’épargne publique et la Commission Bancaire”, *R.P.D.B.*, 1979, Complément, tome V
- P. LEFEBVRE, “Inleiding bij het K.B. 7 juli 1999”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- L. LEIGH en R. PODPIERA, “The Rise of Foreign Investment in China’s Banks – Taking Stock”, *IMF Working Paper*, WP/06/292, december 2006 (14 p.)
- Cl. LEMPEREUR, “La protection de l’épargne publique”, *Revue de la Banque*, 1972, 411-426
- K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Europees recht*, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 1999
- K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Europees recht*, Antwerpen/Apeldoorn, Maklu, 1995 (736 p.)
- K. LENAERTS en A. VERHOEVEN, “Towards a Legal Framework for Executive Rule-Making in the EU? The Contribution of the New Comitology Decision”, 37 *Common Market Law Review*, 2000, 645
- A. LEVENSON, “The Role of the SEC as a Consumer Protection Agency”, 27 *Bus. Law.*, 1971, 61
- R. LEVINE en S. ZERVOS, “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 1998, 88, 537-558

- R. LEVINE en S. ZERVOS, “Stock Market Development and Long-Run Growth”, *The World Bank Economic Review*, 1996, 10, 323-339
- R. LEVINE, “The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1999, 30, 596-613
- R. LEVINE “Law, Finance, and Economic Growth”, *Journal of Financial Intermediation*, 1999, 8, 8-35
- R. LEVINE, “Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, 1997, 688-726
- R. LEVINE, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?”, *Journal of Intermediation*, 2002, 11, 1–30
- A. N. LICHT, “Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets”, 38 *Va. J. Int'l L.*, 1998, 563
- C.W.M. LIEVERSE, “Wet op het financieel toezicht – de stand van zaken”, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006, nr. 2, 35
- C.W.M. LIEVERSE, “Alternext Amsterdam”, *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, 2006, nr. 4, 139
- LINKLATERS, “Issuer alert. EU regime change”, maart 2005 (19 p.)
- LINKLATERS, “Flow Chart for Home State/Competent Authority for Approval of Prospectus”, april 2005 (3 p.)
- T. LITTLE, “Regulation of the Bond Markets” , in: H. PARRY, T. LITTLE en M. TAYLOR (eds.), *Bond Markets : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 1999 (245 p.), 1-30
- Ch. LIU, *Chinese Company and Securities Law*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008 (425 p.)
- N. D. LOBELL, “Revision of the Securities Act”, *Columbia Law Review*, Vol. 48, No. 3. (Apr., 1948), 313
- S. LOMBARDO, “The Stabilisation of the Share Price of IPOs in the United States and the European Union”, *EBOR*, 2007, 8:4, 521
- LONDON ECONOMICS (in samenwerking met PRICEWATERHOUSECOOPERS en OXFORD ECONOMIC FORECASTING), “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, november 2002 (224 p.)
- LONDON STOCK EXCHANGE, “The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation”, 31 januari 2005 (3 p.)
- LONDON STOCK EXCHANGE, “Market Information and Analysis”, maart 2007
- LORDS EU COMMITTEE, *Lords 12th Report – 2002-2003*, 12 maart 2003
- L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto, Little, Brown and Company, 1988 (1175 p.)
- T. LOUGHRAN en J. RITTER, “Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”, *Review of Financial Studies*, 2002, 15, 413-443
- J.-V. LOUIS, “Perspectives of the EMU After Maastricht” in J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects*, Deventer/Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993 (121 p.), 1-10
- J.-V. LOUIS, “A Monetary Union For Tomorrow?”, *CMLR* 1989, 301-326
- J.-V. LOUIS, “Monetary Capacity in the Single European Act” 25 *CMLR*, 1988, 9-34
- LOYENS & LOEFF (P.E.B. CORTEN, C.W.M. LIEVERSE en M. VAN SCHUPPEN), Brief dd. 29 maart 2005 (9 p.)
- M.J.J.P. LUCHTMAN, *Grensoverschrijdende sfeercumulatie – Over de handhavingssamenwerking tussen financiële toezichhouders, fiscale autoriteiten en justitiële autoriteiten in EU-verband*, Proefschrift ter verkrijging van de graad van Doctor, Nijmegen, Wolf Legal Publishers (WLP), 2007 (799 p.)

-M-

- I. MACNEIL, *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford, Hart Publishing, 2005 (320 p.)
- P. MAHONEY, “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, 1047
- M. MAINELLI en M. YEANDLE (Z/Yen Group Limited), *Global Financial Centres Index*, maart 2007 (68 p.)
- B. MALKIEL, “The Efficient Market Hypothesis and its Critics”, *Journal of Economic Perspectives*, 2003/ 17, 59-82
- B. A. MANN, “Prospectuses: Unreadable or Just Unread? A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections”, 40 *Geo. Washl. Rev.*, 1971, 223
- M. J. MANNING, “Finance Causes Growth : Can We Be So Sure?”, *Working Paper*, 2002, beschikbaar op www.econ.bbk.ac.uk/research/macro/macro.htm.
- J. MANTES FERREIRA-GOMES, “Student Note: Auditors As Gatekeepers: The European Reform Of Auditors' Legal Regime and The American Influence”, 11 *Colum. J. Eur. L.*, 2005, 665
- A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.)
- K. MARESCEAU, “De nieuwe gedragsregelen bij het verrichten van beleggingsdiensten”, *D.C.C.R.* 2007, 291
- A. MARSH, “Introduction to EU Legislation”, in: M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.), 1

- A. MASSON, *Droit communautaire – Droit institutionnel et droit materiel – Théorie, exercices et éléments de méthodologie*, Brussel, Larcier, 2008 (538 p.)
- K. MATSUYAMA, “Financial Market Globalization, Symmetry-Breaking, and Endogenous Inequality of Nations”, *Econometrica*, 2004, vol. 72/3, 853
- C. MAYER en O. SUSSMAN, “The Assessment : Finance, Law, And Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 457-466
- P. MAYSTADT, “Les objectifs et les motivations”, in : CENTRE JEAN RENAULD (G. HORSMANS) (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992, (272 p.), 1
- Ch. McCREEVY, “A European or Transatlantic Global Capital Market?”, Toespraak op de Finance Foundation Conference, 3 oktober 2006
- Ch. McCREEVY, “Towards a Better Regulated European Capital Market”, London Stock Exchange Christmas Lunch, 16 december 2005
- S. MCGIFFEN, “Editorial: The Directive That Came From Hell”, 28 januari 2005
- E. MCKENDRICK, “Harmonisation of European Contract Law : The State We Are In”, in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 5-30
- J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Parijs, L.D.G.J. – E.J.A., 2007 (528 p.)
- H. MERKT, “European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach”, *ECFR* 1/2004, 1-33
- H. MERKT, “Creditor Protection Through Mandatory Disclosure”, in: H. EIDENMÜLLER en W. SCHÖN (eds.), *The Law and Economics of Creditor Protection*, Den Haag, Asser, 2008 (489 p.), 93-121
- A.C. METZELAAR, “Primaire Markt”, in: S.E. EISMA (ed.), *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 2002 (307 p.), 81
- D. MEULEMANS en Ch. CALLENS, “Krachlijnen van de Wet van 22 april 2003 op de openbare aanbidding van effecten”, *T. Fin. R.*, 2005, 1106, 1110
- B. MEYEROWITZ en S. CHAIKEN, “The Effect of Message Framing on Breast Self-Examination: Attitudes, Intentions, and Behavior”, 52, *Journal of Personality and Social Psychology*, 1987, 500-510
- Q. MILLS, *Buy, Lie, and Sell High: How Investors Lost Out on Enron and the Internet Bubble*, New Jersey, Financial Times/Prentice Hall, 2002 (265 p.)
- H. P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986
- J. MOGG, “European Union Law Essay: Regulating Financial Services In Europe: A New Approach”, 26 *Fordham Int'l L.J.*, 2002, 58
- J. MOLENAAR, “Aanbidding van effecten buiten besloten kring : het Tjoeroeg arrest”, *V&O*, 1997, 6
- N. MOLONEY, “Innovation and Risk in EC Financial Market Regulation: New Instruments of Financial Market Intervention and the Committee of European Securities Regulators”, *European Law Review*, 2007, 627
- N. MOLONEY, “Investor Protection and the Treaty”, in : G. FERRARINI, K. HOPT en E. WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Den Haag, Kluwer Law International, 2002 (607 p.), 17-61
- N. MOLONEY, “Time to Take Stock on the Markets: The Financial Services Action Plan Concludes as the Company Action Plan Rolls Out”, 53 *International and Comparative Law Quarterly*, 2004, 999
- N. MOLONEY, “The Lamfalussy Legislative Model: A New Era For the EC Securities And Investment Services Regime”, 52 *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 509-520
- N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (939 p.)
- M. MONTI, “The Single Market and Economic and Structural Reform the follow-up to Cardiff”, SPEECH/98/141, 25 juni 1998
- M. MONTI, “EMU, Taxation and Competitiveness – Kangaroo Group Conference”, SPEECH/98/272, 27 november 1998
- M. MORGENSTERN en P. NEALIS, “The Impact of Sarbanes-Oxley on Mid-Cap Issuers”, 37 *Review of Securities & Commodities Regulation*, 2004, 245
- S. MORRIS, “The Role and Statutory Powers of the Financial Services Authority”, in: A. WINCKLER, *A Practitioner's Guide to The FSA Handbook*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006 (696 p.), 1, 8-9
- E. MOSSOS, “Sarbanes-Oxley Goes To Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron”, 13 *Currents Int'l Trade L.J.*, 2004, 9
- M. MOUTHAAAN, “Waar werkt de underwriter?”, *Vennootschap & Onderneming*, 2007, nr. 7-8, 130
- N-
- D. NAPOLITANO, “Openbare aanbidding van effecten”, in Jan Ronse Instituut (ed.), *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, 69, 96, nr. 51

- D. NAPOLITANO, “Artikelsgewijze commentaar bij Art. 438 W. Venn.”, in X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- D. NAPOLITANO en M. WYCKAERT, “Is er leven na de beurs?: Introductie tot de ‘going private’- operatie naar Belgisch recht”, *T.R.V.*, 2002, afl. 3, 161-197
- D. NAPOLITANO, “Het openbaar karakter van financiële verrichtingen”, *T.R.V.*, 2000, 53-66
- NAUTA DUTILH (J.P. FRANX EN P. ZIJP), Brief van 28 maart 2005 (4 p.)
- NAUTA DUTILH (J.P. FRANX), Brief van 16 juni 2005 (5 p.)
- NEDERLANDSE VERENIGING VAN BANKEN, Brief dd. 24 maart 2005 (9 p.)
- A. NEDERVEEN, “De prospectusrichtlijn en de gevolgen hiervan voor Hoofdstuk II Wet toezicht effectenverkeer 1995”, *Ondernemingsrecht*, 2004, nr. 7, 257
- A. NEDERVEEN, “Plaatsing van effecten via financiële intermediairs”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 9, 229
- A. NEDERVEEN, “De Circulaire van de Stichting Toezicht Effectenverkeer inzake het begrip besloten kring”, *Onderneming en Effecten*, 1998, 16
- A. NEDERVEEN, “Het door middel van het internet distribueren van aandelen”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 4, 59
- A. NEDERVEEN en O.L.T. BARTEN, “Werknemersoptieplannen en de Wft”, in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 249
- J. NELISSEN GRADE en B. DE VOS, “Het verloop van de openbare uitgifte en de emissieprospectus”, *T. Fin. R.*, 2005, 1138
- J. NELISSEN GRADE, “Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B.” in Jan Ronse Instituut (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, Kalmthout, Biblio, 1991 (348 p.), 69 e.v.
- P. NELSON, *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of MiFID*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (488 p.)
- F. NICOLA, “Another View on European Integration : Distributive Stakes in the Harmonization of European Law”, in: C. DALTON (ed.), *Progressive Lawyering, Globalization and Markets – Rethinking Ideology and Strategy*, Buffalo, William S. Hein & Co., Inc., 2007 (270 p.), 233
- R. NISBETT, E. BORGIDA, R. CRANDALL en H. REED, “Popular Induction: Information Is Not Necessarily Informative” in : D. KAHNEMAN, P. SLOVIC en A. TVERSKY (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 1982, New York, Cambridge University Press, 107-116

-O-

- M. OBSTFELD, “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth”, *American Economic Review*, 1994, vol. 84/5, 1310-1329
- T. ODEAN, “Volume Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average”, *Journal of Finance*, 1998, 53, 1887-1934
- T. ODEAN, “Do Investors Trade Too Much?”, *American Economic Review*, 1999, 89, 1279-1298
- OESO, *Recommandation sur les principes et les bonnes pratiques relatifs à la sensibilisation et l'éducation financières*, juli 2005 (7 p.)
- D. O'KEEFFE en P. TWOMEY (eds.), *Legal Issues of the Maastricht Treaty*, Londen, Chancery, 1994
- H. OLIVIER, “Le concept d'équivalence des normes, une réponse à la mondialisation des marchés de capitaux” in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 731
- W.J. OOSTWOUDER en A. VAN DER KRANS, “Financial Services Action Plan : Is Europa klaar voor Olympisch goud?”, *O&F*, 2004, nr. 61, 22
- W.J. OOSTWOUDER, “De race naar één Europese markt : Sprint, marathon of slakkegang?”, *O&F*, 2002, nr. 52, 2
- M.L. OSSA-DAZA, “Objectifs et enjeux de la directive n°2003/7/1 CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations”, *Bulletin Joly Bourse*, 2005, nr. 1, 5
- OXERA, “The Cost of Capital: An International Comparison”, juni 2006 (75 p.)

-P-

- M. PAGANO, “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review*, 1993, 37, 613-622
- A. PAJUSTE, “Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe”, *Working Paper 22*, 2002, School of Slavonic and East European Studies, University College London
- A. PALMITER, “Toward Disclosure Choice in Securities Offerings”, *Colum. Bus. L. Rev.*, 1999, 1
- L. PAPADEMOS, “Integration and development of financial markets – a key to faster sustainable growth in Europe”, Toespraak bij de Annual Meeting of the Institut International d'Etudes Bancaires te Athene, 20 oktober 2006 (5 p.)

- E. PAPAIOANNOU en A. CICCONE, “Adjustment to Target Capital, Finance, and Growth”, *Working Paper gepresenteerd op de Seventh Conference of the ECB-CFS Research Network* (International Conference on “Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”), Berlijn, 28-29 september 2006 (26 p. en bijlagen)
- T. PAREDES, “After the Sarbanes-Oxley Act: the Future Disclosure System: Blinded By the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation”, 81 *Wash. U. L. Q.*, 2003, 417-485
- T. PAREDES, “On The Decision To Regulate Hedge Funds: The SES’s Regulatory Philosophy, Style, And Mission”, *U. Ill. L. Rev.*, 2006, 975
- Y.C. PARK, “The Role of Finance in Economic Development in South Korea and Taiwan”, in : A. GIOVANNINI (ed.), *Finance and Development : Issues and Experience*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993
- C. PARK en H. WOUTERS, “L’arrêté royal du 7 juillet 1999 relatif au caractère public des opérations financières” *R.P.S.*, 2000, 5-41
- F. PARREIN, “De nieuwe wetgeving ‘openbaar bod’: een overzicht”, *TVW*, 2007, afl. 3, 318-326
- H. PARRY, T. LITTLE en M. TAYLOR (eds.), *Bond Markets : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 1999 (245 p.)
- P. PEARSON, “The European Commission’s Action Plan for Financial Services”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 26, nr. 3, juli 2001 329-333
- I. PEETERS, “De Wet Financiële Zekerheden: netting, schuldvergelijking en overdracht tot zekerheid”, *Bank Fin. R.* 2005, afl. 3, 164-178
- I. PEETERS, “Eigendom tot zekerheid”, in : X., *Voorrechten en hypotheken. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl., 4 dln.
- J. PEETERS en S. ODEURS, “Euronext en de beursgenoteerde vennootschap : listing en delisting”, in : M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 321-352
- J. PEETERS, “At least the law had changed in 1989... but it hasn’t stopped changing since then. Beschouwingen bij de transparantie van het aandeelhouderschap en naar de aandeelhouders toe van beursgenoteerde ondernemingen”, in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 569
- J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De inhoud van een prospectus onder het nieuwe prospectusregime – Op zoek naar een beginselenbenadering”, in: M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007, 1999-2049
- J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 : Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen”, *Bank- en Financieel Recht*, 2006/IV, 167-210
- C. PENICHON, “L’appel public à l’épargne et le placement privé – bilan d’une réforme”, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1999, 203
- H. PESARAN, “Market Efficiency Today”, CFS Working Paper No. 2006/01 (15 p.)
- M. PESARAN en A. TIMMERMANN, “The Robustness and Economic Significance of Predictability of Stock Returns”, *Journal of Finance*, 1995/50, 1201-1228
- A. PIETRANCOSTA, “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 339
- G. PILLE, “De subsectoren in België. Het Belgisch reglementair kader van de effectenverrichtingen”, *Revue de la Banque*, 1987/4, 27-41
- G. PLESCON, “International Liquidity: The Case of the Common Market”, *American Economic Review*, 1968, 58/2, 608
- Y. POULLET, P. WERY, P. WYNANTS (eds.), *Liber Amicorum Michel Coipel*, Brussel, Kluwer, 2004 (841 p.)
- K. POPPER, *The Poverty of Historicism*, Londen, Routledge and Kegan Paul, 1957
- E. POWELL, *The Mechanism of the City*, 1910, P.S. King & Son, Londen (172 p.)
- E. PRASAD, R. RAJAN, A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, 25 augustus 2006, beschikbaar op www.imf.org/external/np/speeches/2006/082506.htm
- E. PRASAD, R. RAJAN en A. SUBRAMANIAN, “Foreign Capital and Economic Growth”, Discussion Paper Series Forschungsinstitut Zur Zukunft der Arbeit (IZA DP No. 3186), november 2007 (65 p.)
- R. PRENTICE, “Wither Securities Regulation?: Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future”, 51 *Duke L.J.*, 2002, 1397
- R. PRETORIUS en J. FERREIRA, “The Implementation of the New Prospectus Directive in the United Kingdom”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2005, 20(2), 56
- R. PRODI, “Implementation of Financial Services Legislation in the Context of the Lamfalussy Report – Intervention by President Romano Prodi to the European Parliament’s plenary session”, SPEECH/02/44, 5 februari 2002
- R. PRODI, “The Financial Services Action Plan”, SPEECH/02/248, 3 juni 2002
- PSE (Socialist Group in the European Parliament), *Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis (Executive Summary)*, maart 2007 (16 p.)

-R-

- R. RAAS, "Euronext Amsterdam komt met nieuwe regels voor beursintroducties", *Vennootschap & Onderneming*, 2001, nr. 1, 5
- R. RAAS, "AFM stelt beleidsregels opnieuw vast", *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk*, 2007, nr. 2, 90
- R. RAAS, "Voorstellen tot implementatie van de Prospectusrichtlijn gepubliceerd", *Ondernemingsrecht*, 2005, 112
- M. RAFFAN (ed.), *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006, 2e ed. (436 p.)
- R. RAJAN en L. ZINGALES, "Financial Systems, Industrial Structure and Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, 2001, vol. 17, nr. 4, 467-482
- R. RAJAN en L. ZINGALES, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, 1998, 88, 559-587
- R. RAM, "Financial Development and Economic Growth : Additional Evidence", *The Journal of Development Studies*, 1999, 35, 4, 164-174
- C. REINHART en K. ROGOFF, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper 13882-2008, april 2008 (124 p.)
- C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes devant les lois belges*, Brussel, Larcier, 1913, Tome I (547 p.)
- C. RESTEAU, *Traité des sociétés anonymes*, T.I, Brussel, Swinnen, 1981
- S. REVELL (FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER), "Analysing the Prospectus Directive and its implementation across Europe", Euromoney Prospectus Directive Conference (Londen), 5 juni 2006 (16 p.)
- L. RIBSTEIN, "Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002", 28 *J. Corp. L.*, 2002, 1
- L. RIBSTEIN, "Bubble Laws", 40 *Hous. L. Rev.*, 2003, 77
- RIKSBANK, "The Road Towards an Internal Market for Financial Services", Financial Stability Report, 2/2005
- S. RIPKEN, "The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation", 58 *Baylor L. Rev.*, 2006, 139
- J. ROBINSON, *The Rate of Interest and Other Essays*, London, Macmillan, 1952, 67-142
- M. ROE, "Legal Origins, Politics, and Modern Stock Markets", *Harv. L. Rev.*, 2006, 120, 460
- M. ROE, "Chaos and Evolution in Law and Economics", *Harvard Law Review*, 1996, 109
- R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute, 1993 (151 p.)
- R. ROMANO, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, AEI Press, 2003 (312 p.)
- R. ROMANO, "The Need for Competition in International Securities Regulation", 2 *Theoretical Inq. L.*, 2001, 387
- R. ROMANO, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation", 107 *Yale L.J.*, 1998, 2359
- D. ROMERO DE ÁVILA, "Finance and Growth in the Eu: New Evidence from the Liberalisation and Harmonisation of the Banking Industry", Working Paper No. 266, september 2003
- C. ROSE, "The Challenges of Quantifying Investor Protection in a Comparative Context", *EBOR*, 2007, 8:3, 369
- S. ROSS, R. WESTERFIELD en J. JAFFE, *Corporate Finance*, Boston, Irwin McGraw-Hill, 1999, 5e ed.
- P. ROUSSEAU en P. WACHTEL, "Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-95", *Journal of Banking and Finance*, 2000, 24, 1933-1957
- D. ROWLAND, D. PRICE en A. POLLOCK, "Implications of the draft European Union services directive for health care", *Lancet*, 10 februari 2004, vol. 364/9441, 1200-1202
- D. ROZUMEK, "The MiFID Shadow Play", *Bank Fin.* 2007, 460.
- M. RUBINSTEIN, "Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case", *Financial Analysts Journal* 57, 2001, 15

-S-

- L. SABLE en C. GASCHIN, "Prospectus : ce que l'harmonisation de la réglementation européenne change pour les entreprises", *Option Finance*, 2005, nr. 846, 38
- H.J. SACHSE, "De onvermoede gevolgen van een overname of het begrip 'besloten kring' in de huidige en toekomstige effectenwetgeving", *TVVS*, 1989, 300
- A. SAINZ DE VICUNA, "A Tribute To Sir Joseph Gold: The European Monetary Union as a Catalyst for the Integration of Financial Markets in Europe", 8 *Law & Bus. Rev. Am.*, 2002, 37
- A. SAINZ DE VICUNA, "The Legal Integration of Financial Markets of the Euro Area", in : M. ANDENAS en Y. AVGERINOS, *Financial Markets in Europe*, Den Haag, Kluwer Law International, 2003 (468 p.), 12
- P. SAMUELSON, "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, 1965/ 6, 41-49.
- J. SANTER, Conférence de Presse, SPEECH/99/108, 14 juli 1999

- M. SARGENT, "Report on State Merit Regulation of Securities Offerings", 41 *Bus. Law.*, 1986, 785
- S. SAVOV, "Regulatory Convergence in the EU and the Importance of the Enforcement Variable: Evidence from the U.K., Germany and Hungary" (Harvard Law School Paper, onder supervisie van H. JACKSON), 27 april 2006
- K. SCHAECK, M. ČIHÁK EN S. WOLFE, "Are More Competitive Banking Systems More Stable?", *IMF Working Paper*, WP/06/143, juni 2006 (35 p.)
- F. SCHÄFER, "Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufprospekt", *ZIP* 1991, 1557
- K.-M. SCHANZ en Ch. SCHALAST, "Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005", *HfB – Working Paper Series No. 74*, juli 2006 (66 p.)
- A. SCHAUB, "Symposium on the Convergence of Accounting Standards: Article: The Use of International Accounting Standards in the European Union", 25 *Nw. J. Int'l L. & Bus.*, 2005, 609
- W.A.M. SCHELLEKENS, "Reclame rond IPO's", *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2002, nr. 1, 10
- W.A.M. SCHELLEKENS, "De Verordening tot uitvoering van de Prospectusrichtlijn en IAS/IFRS", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 5, 116
- SCHIMANSKY, BUNTE en LWOWSKI (eds.), *Bankrechts-Handbuch – Band II*, München, Verlag C.H. Beck, 2007 (2669 p.)
- F.M. SCHLINGMANN, "Het voorstel voor een nieuwe prospectusrichtlijn", in : Vereniging voor Effectenrecht, *Een bewezen bestaansrecht – Lustrumbundel 2002*, Kluwer, 2002 (434 p.)
- C. SCHNEIDER, "Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 121, No. 2 1972-12, 254-305
- H. SCHNEIDER en H. HAAG, "Retail Cascading in Germany – A Model for a Revision of the PD?", 2 *Capital Markets Law Journal*, 2007, 370
- M.T.G. SCHOONWILLE, "Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – Een slag apart", *Vennootschap en Onderneming*, 2007, nr. 4, 72
- G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-Financieel recht vandaag* Gent, Gakko, 1972
- G. SCHRANS en E. WYMEERSCH (ed.), *Financiële Herregulering in België*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, 1991
- G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen/Groningen/Oxford, Intersentia, 2003
- W.H.C. SCHUKKING, *Beurswetgeving. Wettelijke regeling van effectenhandel, beurs- en emissiewezen*, 1947, 181 e.v.
- D. SCHULTE, "The Fraud on the Market Theory: Efficient Markets and the Defenses to an Implied 10b-5 Action", 70 *Iowa L. Rev.*, 1985, 975
- J.A. SCHUMPETER, *A Theory of Economic Development*, Cambridge, Harvard University Press, 1911
- P. SCHÜTTE, "Tijdelijke implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wte 1995", *Vennootschap & Onderneming*, 2005, nr. 6, 111
- S. SCHWARCZ, "The Future of Securitization", Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 223, november 2008 (14 p.)
- A. SCHWARTZ en L. WILDE. "Imperfect Information in Markets for Contract Terms: The Examples of Warranties and Security Interests", 69 *Virginia Law Review*, 1983, 1387-1485
- S. SCHWEIZER, "L'épargne et sa contribution à l'alimentation des marchés des capitaux", *Revue de la Banque*, 1968, 259-271
- H. SCOTT, "An Overview of International Finance: Law and Regulation", in: A.T. GUZMAN en A.O. SYKES (eds.), *Research Handbook of International Economic Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar Publishing, 2006 (624 p.), 33
- H. SCOTT, "What is the Proper Role of the States in Financial Regulation?", Working paper, augustus 2006 (34 p.)
- H. SCOTT, "Internationalization of Primary Public Securities Markets", *Law & Contemporary Problems*, 2000, Vol. 63, No. 3
- H. SCOTT, "The Development of Asian Bond Markets: The Offshore Option", Harvard Public Law Working Paper No. 07-06, juni 2007 (64 p.)
- H. SCOTT, *International Finance : Law and Regulation*, Londen, Sweet & Maxwell, 2004 (666 p.)
- M.-E. SEBIRE, H. DU VIGNAUX en J. SEBASTIEN, "Transposition de la directive Prospectus en droit français", *Banque & Droit*, 2005, nr. 103, 26
- M. SEDLACZEK, "Capital and Payments: The Prohibition of Discrimination and Restrictions", 40 *Eur. Tax'n*, 2000, 14
- J. SELIGMAN, "The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System", 9 *J. Corp. L.*, 1983, 1
- D. SERVAIS, *A Single Financial Market – Liberalization of Capital Movements and Financial Integration; Attainment of Economic and Monetary Union*, Brussel/Luxemburg, Office for Official Publications of the European Communities, 1995 (117 p.)
- D. SERVAIS, *Commentaire Mégret – Intégration des marchés financiers*, Institut d'Etudes Européennes, Brussel, Editions de l'Université de Bruxelles, 2007 (625 p.)
- R. SHAMS, "Dollar-Euro Exchange Rate 1999-2004 - Dollar and Euro as International Currencies", HWWA DISCUSSION PAPER 321 (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv), Hamburg Institute of International Economics, 2005 (24 p.)
- W. SHARPE, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *The Journal of Finance*, 1964/19, 425-442

- CH.-H. SHEN en CH.-CH. LEE, "Same Financial Development yet Different Economic Growth—Why?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, nr. 7, 2006, 1907-1944
- R. SHILLER, "Challenging the Crowd in Whispers, Not Shouts", 2 november 2008 (tevens gepubliceerd in New York Times, 2 november 2008)
- R. SHILLER, *Irrational Exuberance*, Doubleday Publishing, 2006 (304 p.)
- R. SHILLER, "Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion", Cowles Foundation Discussion Paper No. 1303, mei 2001 (17 p.)
- R. SHILLER, "From Efficient Market Theory to Behavioral Finance", Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385, oktober 2002 (44 p.)
- M. SCHINDLER, *Rumors in Financial Markets – Insights into Behavioral Finance*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2007 (195 p.)
- A. SHLEIFER en L. SUMMERS, "The Noise Trader Approach to Finance", *J. Econ. Persp.*, 1990, 19
- A. SHLEIFER en L. SUMMERS, "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in : J.A. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago en Londen, University of Chicago Press, 1988, 33-56
- A. SHLEIFER, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000, (216 p.)
- B. SHUTLZ (bijgewerkt door A. SQUIER), *The Securities Market and How It Works*, New York/Evanston/Londen, Harper & Row, 1963 (372 p.)
- SIDLEY AUSTIN BROWN & WOOD, "EU Prospectus and Transparency", oktober 2004 (8 p.)
- B.T.B. SIEMERS, "Alternatieve markten", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 5, 102
- M. SIEMS, "The Case Against Harmonisation of Shareholder Rights", *EBOR*, 2005, 539, 542
- M. SIEMS, "The Foundations of Securities Law", februari 2008, working paper, <http://ssrn.com/abstract=1089747>
- C. SIMON, "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues", *79 Am. Econ. Rev.*, 1989, 295
- C. SIMONET, "De nouvelles obligations de Publications et Reporting des transactions: la pratique par l'exemple", *Bank Fin.* 2007, 443
- D. SINGH, "The Role of the IMF and World Bank in Financial Sector Reform and Compliance: An Outline", *European Business Law Review*, 2007, 18, 1395
- R. SITKOFF, "Revisiting the Mechanisms of Market Efficiency: Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency", *28 Iowa J. Corp. L.*, 2003, 565
- F. SLOAN, D. TAYLOR en V. SMITH, *The Smoking Puzzle: Information, Risk Perception, and Choice*, Cambridge, Harvard University Press, 1983, 157-179 (288 p.)
- P.J. SLOT en G. STRAETMANS, "Harmonisatie van wetgeving in de EG", *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 2003, 691
- P.J. SLOT, *Technical and administrative obstacles in the EEC*, Dissertatie, Leiden, 1975, 113
- K.J. SMIT, "Het Gewijzigd voorstel voor een prospectusrichtlijn en artikel 3 Wte 1995", *Vennootschap & Onderneming*, 2002, 182
- K. SMITH, "The Need for Centralized Securities Regulation in the European Union", *24 B.C. Int'l & Comp. L. Rev.*, 2000, 205
- J. SMITS, "How to predict the differences in uniformity between different areas of a future European private law? An evolutionary approach", in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELINE (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 50
- J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.)
- F. SNYDER, "EMU Revisited : Are We Making a Constitution? What Constitution Are We Making?", in : P. CRAIG en C. DE BURCA (eds.), *The Evolution of EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 1999 (824 p.)
- F. SNYDER (ed.), *The Europeanisation of Law : The Legal Effects of European Integration*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (348 p.)
- A. SOMMER, "Random Thoughts on Disclosure as 'Consumer' Protection", *27 Bus. Law.*, 1971, 85
- B. SOUSI, "Banque-notes", *Euredia*, 2007-2008/1, 9
- B. SOUSI, "La construction du marché unique des services financiers. Propos Iconoclastes", in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 3
- H. SPAMANN, "On the Insignificance and/or Endogeneity of La Porta et al.'s 'Anti-Director Rights Index' under Consistent Coding", *ECGI Law Working Paper No. 67/2006*, maart 2006 (103 p.), als *Harvard Olin Fellows Discussion Paper No. 7/2006* beschikbaar op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894301.
- H. SPAMANN, "'Law and Finance' Revisited", Harvard John M. Olin Fellow's Discussion Paper No. 12, februari 2008 (52 p.)
- A.C. SPRUIJT, "Het besloten-kring-criterium van artikel 3 Wte 1995 nu en na in werking treden van de Wet op het financieel toezicht", *Vennootschap & Onderneming*, 2004, nr. 9, 159
- SQUIRE, SANDERS & DEMPSEY, "EU Financial Services Alert; Investor Protection According to Article 21 of the Directive on Markets in Financial Instruments", september 2006

- R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen bij beleggingsdiensten" in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 783
- STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER EN R. RAAS), Brief van 1 april 2005 (13 p.)
- STIBBE (D. LEMSTRA, J. WILLEUMIER, D. VAN EVERDINGEN EN R. RAAS), Brief van 19 juni 2005 (4 p.)
- G. STIGLER, "Public Regulation of the Securities Market", 37 *J. Bus.*, 1964, 117
- J. STIGLITZ, "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1985, 17, 133-152
- J. STIGLITZ, "Information and the Change in the Paradigm In Economics", *Prize Lecture*, 2001, 472-540, 521 (www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf)
- J. STIGLITZ, "Symposium on Bubbles", *J. Econ. Persp.*, 1990, 13
- S. STIJNS, R. SMITS, K. VANDERSCHOT, "Algemene bankvoorwaarden" in : B. TILLEMEN EN B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Brugge, Die Keure, 2004 (555 p.), 1
- K. STIROH EN A. RUMBLE, "The Dark Side of Diversification: The Case of U.S. Financial Holding Companies", *Journal of Banking and Finance*, 2006, vol. 30, nr. 8, 2131-2161
- C. STOLTENBERG, K. A. LACEY, B. CRUTCHFIELD-GEORGE, EN M. CUTHBERT, "A Comparative Analysis of Post-Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404", 53 *Am. J. Comp. L.*, 2005, 457
- L. STOUT, "The Investor Confidence Game", 68 *Brook. L. Rev.*, 2002, 407
- R. STULZ EN R. WILLIAMSON, "Culture, Openness, and Finance", *NBER Working Papers 8222*, 2001
- R. STULZ, "Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth", *International Review of Finance*, 2000, 1/1, 11-38
- J. STUYCK EN T. VAN DYCK, "Consumer Credit Directive Briefing Note", *IP/A/IMCO/OF/2005-159*, september 2006 (11 p.)
- J. STUYCK EN T. VAN DYCK, "Op naar een nieuw consumentenkredietrecht? Het (gewijzigd) voorstel van de richtlijn consumentenkrediet nader bekeken", in : E. TERRYEN (ed.), *Handboek consumentenkrediet*, Brugge, Die Keure, 2007 (590 p.), 571
- J. STUYCK, M. TISON, T. VAN DYCK EN V. COLAERT, "European Integration Through Legal Harmonization? A Case Study of the New EC Securities Regulation", Workshop Harvard Law School, 5 maart 2007
- J. STUYCK EN T. VAN DYCK, "Des 'class actions' en Europe? – Diversités culturelles entre Etats membres et limites d'une intervention de l'Union européenne", in: P.-C. LAFOND (ed.), *Le droit de la consommation sous influences*, Cowansville (Québec), Editions Yvon Blais, 2007 (184 p.), 63
- J. STUYCK, "De nieuwe richtlijn oneerlijke handelspraktijken. Gevolgen voor de wet op de handelspraktijken", *T.B.H.*, 2005, 901-915
- J. STUYCK, "Zin en onzin van reclamereglementering", *D.C.C.R.*, 1996, 297-307
- J. STUYCK (ed.), *Financial and Monetary Integration in the European Economic Community – Legal, Institutional and Economic Aspects*, Deventer/Boston, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1993 (121 p.)
- J. STUYCK, "De Handelspraktijkenwet na de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken en financiële producten", in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 813
- J. STUYCK, E. TERRYEN, V. COLAERT, T. VAN DYCK, N. PERETZ, N. HOEKX, P. TERESZKIEWICZ EN B. GIELEN, "An analysis and evaluation of alternative means of consumer redress other than redress through ordinary judicial proceedings – Final Report", januari 2007 (415 p.)
- J. STUYCK EN P. MAEYAERT (eds.), *De handelsagentuurovereenkomst. De nieuwe wet van 13 april 1995 betreffende de handelsagentuurovereenkomst*, Brugge, Die Keure, 1995 (151 p.)
- SUNGARD, "MiFID Round Table", Panel gesprek met onder meer Stephen HANKS (HM Treasury), 26 februari 2006
- SUNGARD, "2006 : Year of the MiFID", interview met D. TURING (vennoot CLIFFORD CHANCE), ongedateerd, op 7 en 8
- C. SUNT EN J. VAN LANCKER, "De beursgenoteerde vennootschap en de beurshervorming", *T.R.V.*, 1996, 75
- H. SWENNEN, *Financiële wetgeving*, Gent, Mys & Breesch, 1994 (173 p.)
- E. SZYSZCZAK, "Golden Shares and Market Governance", 29(3) *Legal Issues of Economic Integration*, 2002, 255

-T-

- G. T'JONCK, "Prospectusperikelen bij internationale openbare effectenverrichtingen: Pleidooi voor een vernieuwde Europese regelgeving", in : X., *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 1117
- G. T'JONCK, "Codificatie van de wetgeving op de openbare aanbidding van effecten (wetten van 22 april 2003 en 3 mei 2003)", *Bank. Fin. R.*, 2003, 317-321
- G. T'JONCK, "Het Koninklijk Besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen: oude wijn in nieuwe vaten?", in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblio, 2000, 445

- E. TAFARA en R. PETERSON, “A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework”, 48 *Harv. Int’l L.J.*, 2007, 31
- F. TANGHE en W. VAN DE WIELE, “MiFID en categorisatie van cliënten”, *Bank Fin.* 2007, 400
- E. TERRY, *Het herroepingsrecht als instrument van consumentenbescherming*, Proefschrift ingediend met het oog op het verkrijgen van de graad van doctor in de rechten, 2005, 64-72
- E. TERRY, *Bedenk tijden in het consumentenrecht*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (686 p.)
- E. TERRY (ed.), *Handboek consumentenkrediet*, Brugge, Die Keure, 2007 (590 p.)
- R. THALER, “Preface”, in : R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.)
- R. THALER (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. II, New York, Russell Sage Foundation, 2005 (712 p.)
- The Public Offers of Securities Regulations 1995 (1995 POS Regulations), *Statutory instrument*, 1995/1537
- N. THIRION, “Golden Shares, Droit des Sociétés et Marché Intérieur”, 39 *Cahiers de Droit Européen*, 2003, 225
- T. THORNTON, *United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System*, 8 oktober 2008, transcript, 29
- B. TILLEMANS, “Onafhankelijkheid van de commissaris (en de bedrijfsrevisor) herbekeken na de Wet Corporate Governance”, in : K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004 (316 p.), 237-301
- B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Brugge, Die Keure, 2004 (555 p.)
- B. TILLEMANS, “De wijzigingen in de nieuwe Vennootschappenwet met betrekking tot de algemene vergaderingen” in: Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe vennootschaps wetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995 (372 p.), 225-236
- CH. TIMMERMANS, “Methods and Tools for Integration”, in : R. BUXBAUM, G. HERTIG, A. HIRSCH en K. HOPT (eds.), *European Business Law – Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization*, Berlijn/New York, 1991 (413 p.), 129
- J. TINER, “Regulation and Consolidation in the Financial Industry”, toespraak bij de IIF Spring Conference te Madrid, 1 april 2005
- M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era”, *Working Paper Series Instituut Financieel Recht*, mei 2006 (te consulteren op www.law.rug.ac.be/fli/WP/ssrn/ssrn901565.htm)
- M. TISON, “Financial Market Integration in the Post-FSAP Era. In Search of Overall Conceptual Consistency in the Regulatory Framework”, in: G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2006 (509 p.), 443
- M. TISON, “What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law?”, *Legal Issues of European Integration*, 1997/2, 1-48
- M. TISON, “Unravelling the General Good Exception. The case of Financial Services”, in: M. ANDENAS en W.-H. ROTH (eds.), *Services and Free Movement in EU Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 321-381
- M. TISON, “Strafrechtelijke aspecten van het beroep op het spaarders- en beleggerspubliek”, *T.B.H.* 1997, 45-92
- M. TISON, “Algemene financieelrechtelijke aspecten van de financiële participatie” in X., *Financiële participatie door werknemers: de Wet van 22 mei 2001*, Antwerpen, Kluwer, 2001 (240 p.)
- M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Oxford-Antwerpen, Intersentia, 2007
- M. TISON, e.a. (eds.), *Financiële regulering : op zoek naar nieuwe evenwichten*, (vol. II), Antwerpen-Groningen-Oxford, Intersentia, 2003, 65
- M. TISON, “De bescherming van de belegger in het kapitaalmarktrecht : De hobbelige weg naar een Europees *ius commune*” in : X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 11
- M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999 (979 p.)
- J. TOBIN, “On the Efficiency of the Financial System”, *Lloyds Bank Rev.*, 1984, 1
- A. TORNELL, F. WESTERMANN en L. MARTINEZ, “The Positive Link between Financial Liberalization Growth and Crises”, *NBER Working Paper No. 10293*, 2004
- A. TROTT en H. GEIGER, *Integrierte Finanzmarktaufsicht im internationalen Vergleich*, *Working Paper*, april 2006, nr. 42 (136 p.)
- L. TSOUKALIS, “Economic and Monetary Union: The Primacy of High Politics”, in : H. WALLACE en W. WALLACE (eds.), *Policy-Making in the European Union*, Oxford, Oxford University Press, 1996
- H. TUINSTRAN, “De prospectusplicht”, *O&F*, 2006, nr. 70, 44
- G. TUMPEL-GUGERELL, “Opening Remarks on the Conference on Financial System Modernisation and Economic Growth in Europe”, Berlijn, 28-29 september 2006 (10 p.), 3
- A. TVERSKY en D. KAHNEMAN, “Extensional versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment”, 90 *Psychological Review*, 1983, 293-315
- J. TYTECA, “De verhandeling van effecten, andere financiële instrumenten en deviezen”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *De nieuwe Beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*,

Kalmthout, Biblo, 1991 (490 p.), 271-277

J. TYTECA, "Een eerste bespreking van de wet van 6 april 1995", *T.R.V.*, 1995, 217

-U-

H. UNGERER, *A Concise History of European Monetary Integration : From EPU to EMU*, Quorum Books, 1997 (352 p.)

J. USHER, "Is There Really a Single Market for Financial Services", in : U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.), 6-34, op 25-30

J. USHER, *The Law of Money and Financial Services in the European Community*, Oxford, Oxford University Press, 2000 (304 p.)

-V-

B. VACCARI, "Le processus Lamfalussy : une réussite pour la comitologie et un exemple de 'bonne gouvernance européenne'", *Revue du Droit de l'Union européenne*, 4-2005, 803-821

M. VALENTZA, "Les entreprises d'investissement et les marchés d'instruments financiers", in: *Intégration des marchés financiers*, Commentaire J. Mégret, Brussel, Institut d'études européennes, 2007, 149-200

C. VAN ACKER, "Art. 49-57 K.B. 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen", in : X., *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.

B. VAN BEEK, "Maximum harmonisatie", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 10, 275

B. VAN BEEK, "Aanbiedingen van effecten aan werknemers onder de Prospectusrichtlijn", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2006, nr. 4, 68

VAN DALE, *Groot Woordenboek Nederlandse Taal*, 2005, 14e druk

A. VAN CAUWENBERGE, "De Belgische regelgeving over de financiële markten : een evenwicht tussen 'principles based regulation' en 'rule based regulation'?", in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 893

W. VAN DE VEN, "Openbaar aanbieden of toelaten tot de verhandeling van effecten in België : nieuw en komend recht", *Tijdschrift Fin. R.*, 2005-1, 936

N.R. VAN DE VIJVER, "Post-PD : Een pan-Europese kapitaalmarkt?", in : VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Bouwen en bezinning – Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007)*, Deventer, Kluwer, 2007 (367 p.), 335

R. VAN DEN BERGH, "Regulatory competition or harmonization of laws? Guidelines for the European regulator", in : A. MARCIANO en J.-M. JOSSELIN (eds.), *The Economics of Harmonizing European Law*, Cheltenham/Northampton, Edward Elgar, 2002 (268 p.), 27-49

F. VAN DEN SPIEGEL, "Waarheen met het banktoezicht?", in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 961

W.C.L. VAN DER GRINTEN en S.C.J.J. KORTMANN, "De Wet toezicht effectenverkeer (Wte)", in : W.C.L. VAN DER GRINTEN, S.C.J.J. KORTMANN en S. PERRICK, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Kluwer-Deventer, 1994 (70 p.), 1-20

W.C.L. VAN DER GRINTEN, S.C.J.J. KORTMANN en S. PERRICK, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Kluwer-Deventer, 1994 (70 p.)

F.R.H. VAN DER LEEUW, "Institutionalisering van de structuur van het toezicht op de financiële marktsector", *V&O*, 1999, 78

R. VANDER VENNET en O. DE JONGHE, "Bankrisico's en toezicht", in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 1070

J.M. VAN DIJK en H.V. OPPELAAR, *Voorstel van Wet op het financieel toezicht: beschouwingen over de regulering van de financiële markten*, Nijmegen, Kluwer, 2004 (155 p.)

J.M. VAN DIJK, *Ondernemingsrecht en effectenrecht – Tekst en Commentaar*, Deventer, Kluwer, 2007 (2291 p.)

M.C.M. VAN DIJK, "De Wet toezicht effectenverkeer in vogelvlucht", *TVVS* 1991, 205

D. VAN EENNOO, "De openbare uitgifte van effecten en de prospectusplicht – De wet van 22 april 2003 – Knelpunten inzake het toepassingsgebied", *T. Fin. R.*, 2005, 1126

H.G. VAN EVERDINGEN, *Enige opmerkingen over de structuur van het toezicht op de financiële sector (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht)*, 1999, 3-33

D. VAN GERVEN en N. DE CROMBRUGGHE, "Het verplicht openbaar bod", *T.R.V.*, 2008, afl. 4, 217-241

D. VAN GERVEN, "Omschrijving van vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan", *T.R.V.*, 1993, 397-404

- D. VAN GERVEN, “De regels voor vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan”, *R.W.*, 1994-95, 65-90
- D. VAN GERVEN, “Het openbaar overnameaanbod, controlewijzigingen en de squeeze-out: het wettelijk kader”, in: EFE, *De nieuwe regels op het openbaar bod tot aankoop, tot omruiling en uitkoop*, 10 mei 2000, 23
- D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.)
- D. VAN GERVEN, “General Provisions of Community Law relating to the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 3-70
- D. VAN GERVEN en E. JANSSENS, “Belgium”, in : D. VAN GERVEN (ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe (volume 1) – European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008 (503 p.), 71-85
- W. VAN GERVEN, “Pleidooi voor multinationale Europese advocatenkantoren”, *R.W.*, 1969-70, 1953-1956
- W. VAN GERVEN, “Harmonization of private law: Do we need it?”, *CML Rev.*, 2004, 505-532
- W. VAN GERVEN en S. COVEMAEKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2001 (459 p.)
- W. VAN GERVEN, “Executief federalisme”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 923
- W. VAN GERVEN, “Bringing (Private) Laws Closer to Each Other at the European Level”, working paper, 2005 (43 p.), beschikbaar op www.law.kuleuven.ac.be/ccl/pdf/2005-01-18_WvG_Impact_courts_on_private_law.pdf
- W. VAN GERVEN, “Over codificatie, convergentie en algemene beginselen in een meergelaagd privaatrecht”, in : X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.), 1007
- J.C. VAN HAERSOLTE, “Een mammoettanker is de mistige haven van Lissabon binnengevaren: de afsluiting van het Actieplan Financiële Diensten (deel 1)”, *Nederlands Tijdschrift voor Europees Recht*, 2006, 102-109
- M. VAN HOECKE, “The harmonisation of private law in Europe : Some misunderstandings”, in : M. VAN HOECKE en F. OST (eds.), *The harmonisation of European Private Law*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (255 p.), 1-20
- M. VAN HOECKE en F. OST (eds.), *The harmonisation of European Private Law*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2000 (255 p.)
- K. VAN HULLE, “Articles and Comments: International Convergence of Accounting Standards: A Comment on Jeffrey”, 12 *Duke J. Comp. & Int'l L.*, 2002, 357
- G. VAN LERBERGHE, “MiFID, achtergronden en doelstellingen”, *Bank Fin.* 2007, 398
- M. VAN LUYN, “‘What’s next : Euronext?’ of ‘Euronext : what’s next?’”, *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2000, nr. 8, 152
- P. VAN OMMESLAGHE, “Le consumérisme et le droit des obligations conventionnelles: révolution, évolution ou statu quo?”, in: X., *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.), 509-556
- J. VAN RYN EN J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III, Brussel, Bruylant, 1981
- A. VAN TIJUM EN A.Q.R. PAIJMANS, “Toezicht van de AFM op aanbiedingen van effecten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, september 2005 (8/9), 232-239
- T. VAN WIJNGAARDEN, “IFRS-verslaggeving in prospectussen”, *Ondernemingsrecht*, 2005, 108
- W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken”, *B.F.R.* 2007, 367
- A. VERBEKE en I. PEETERS, “Negatieve zekerheden”, *DAOR* 1996, afl. 39, 39-53
- VERENIGING VOOR EFFECTENRECHT, *Lustrumbundel 1997 – De opkomst van een rechtsgebied*, Kluwer, 1997 (166 p.)
- C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007, 429
- M.E.J. VERREST, “De werking van de Prospectusrichtlijn op beleggingsinstellingen”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2005, nr. 8, 248
- VIRT-X (SWX - Swiss Exchange), “Regulatory Framework for Issuers - Trading of SWX-listed securities on virt-x”, december 2006 (18 p.)
- H. M. VLETTER-VAN DORT, “Wet op het financieel toezicht, wonder of waanzin?”, Rede gehouden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, 3 februari 2006
- H. M. VLETTER-VAN DORT, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking*, Proefschrift tot het behalen van de graad van doctor, Kluwer, 2001 (310 p.)
- H. M. VLETTER-VAN DORT, “Uitgevende instelling en begeleidende banken zijn aansprakelijk voor misleidende uitspraken van bestuursvoorzitter”, *Ondernemingsrecht*, 2007, nr. 8, 331
- H. M. VLETTER-VAN DORT, “Het niet-corrigeren van een gewekte indruk bij de beursintroductie van World Online N.V. is onrechtmatig”, *Ondernemingsrecht*, 2004, 28
- S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006

- H. VON DER GROEBEN en J. SCHWARZE, *Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft – Kommentar*, Baden-Baden, Nomos, 2004, Deel 4 (1951 p.)
- J. VON LACKUM, O. MEYER en J.-A. WITT, “The Offering of Shares in a Cross-Border Takeover”, *European Company and Financial Law Review*, 2008, vol. 5, nr. 1, 101
- G.-J. VOSSENTEIN, “Nieuw voorstel Europese Prospectusrichtlijn”, *Ondernemingsrecht*, 2002, nr. 15, 482
- W-**
- P. WACHTEL, “How Much Do We Really Know about Growth and Finance?”, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, 2003, 33-47
- H. WAGNER, “Economic Analysis of Cross-Border Legal Uncertainty”, in : J. SMITS (ed.), *The Need for a European Contract Law – Empirical and Legal Perspectives*, Groningen, European Law Publishing, 2005 (188 p.), 25-54
- H. WAGNER (ALLEN & OVERY L.L.P. Luxembourg), “Prospectus Act 2005 Regulatory and practical aspects ICMA – Commission de surveillance du secteur financier”, presentatie gegeven op 14 maart 2006 Pinner’s Hall London”
- H. WALLACE en W. WALLACE (eds.), *Policy-Making in the European Union*, Oxford, Oxford University Press, 1996
- J. WALMSLEY, *New Financial Instruments*, New York, John Wiley & Sons, 1998, 2e ed. (533 p.)
- MANNING GILBERT WARREN III, *European Securities Regulation*, Den Haag/Londen/New York, Kluwer International, 2003 (175 p.)
- G.M. WARRINGA en D.A.F. VAN DER STAM, “Euronext Amsterdam – De nieuwe beursregels”, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, R2005, nr. 8, 240
- M. WAUTERS, “Europese vennootschap: curiosum of katalysator voor een nieuwe harmonisatiegolf?”, *T.B.H.*, 2002, 157
- S. WEATHERILL, “Beyond Preemption? Shared Competence and Constitutional Change in the European Community”, in D. O’KEEFFE en P. TWOMEY (eds.), *Legal Issues of the Maastricht Treaty*, Londen, Chancery, 1994, 13-33
- A. WEBER, “Concluding remarks at the Conference of the ECB-CFS Research Network – Financial system modernisation and economic growth in Europe”, Berlijn, 29 september 2006
- D. WEBER-REY, “Harmonisation of European Insurance Contract Law”, in : S. VOGENAUER en S. WEATHERILL, *The Harmonisation of European Contract Law – Implications for European Private Laws, Business and Legal Practice*, Oxford/Portland, Hart Publishing, 2006, 207-234
- P. WEERTS, “Commentaar bij het voorontwerp van Koninklijk besluit over het openbaar karakter van financiële verrichting”, *V&F*, 1998, 172-185
- P. WELFENS (ed.), *European Monetary Integration*, Springer-Verlag, 1994 (364 p.)
- E. WENNGREN, “Strategies of the other principal European and U.S. exchanges to meet the needs of smaller companies – Euronext”, Towards a Pan-European Stock Market for High Growth Companies – Implications of the Strategies of AIM and Competing Exchanges, *City and Financial Conference*, te Londen op 10 mei 2006
- A. WHITAKKER en G. MORSE, *The Financial Services Act 1986 – A Guide to the New Law*, Londen, Butterworths, 1987 (475 p.)
- T. WILHELMSSON, “Private law in the EU – Harmonized or Fragmented Europeanisation”, *European Review of Private Law*, 2002, 78
- J. WILLEUMIER, “When to Publish a Prospectus? Scope of the Prospectus Directive: Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions”, in L. DE CARLOS BERTRÁN, *Raising Capital in Europe*, Richmond, Richmond/International Bar Association, 2005
- A. WINCKLER, *A Practitioner’s Guide to The FSA Handbook*, Surrey, City & Financial Publishing, 2006 (696 p.)
- WINSTON & STRAWN, “Briefing - Droit bancaire et financier”, oktober 2006, (2 p.)
- R. WINTER, “State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation”, *6 J. Legal Stud.*, 1977, 251
- Ph. WOOD, *Regulation of International Finance*, Londen, Sweet & Maxwell, 2007 (761 p.)
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, “Domestic Market Capitalization”, 2005
- J. WOUTERS, “Europees vennootschapsrecht : quo vadis?”, in: Jan Ronse Instituut (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblo, 1999, 315-321
- J. WOUTERS, “Harmonisering van de regels betreffende openbare biedingen in de Europese Gemeenschap. Een transatlantisch perspectief op het voorstel voor een dertiende richtlijn”, *T.R.V.*, 1991
- J. WOUTERS en D.C. BUIJS, *Het wetsvoorstel beschermingconstructies (Preadvies van de Vereniging ‘Handelsrecht’)*, Rotterdam, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, (135 p.)
- R. WITTERWULGHE, “La loi du 10 juillet 1969 sur la sollicitation de l’épargne publique notamment en matière de valeurs mobilières”, *J.T.*, 1970, 291
- E. WYMEERSCH, “De Bankcommissie en de openbare uitgifte van effecten”, in: G. SCHRANS en J. GROOTAERT (ed.), *Economisch-*

Financieel recht vandaag, Gent, Gakko, 1972, 119-169

- E. WYMEERSCH, “Het Noteringscomité te Brussel tussen verleden en toekomst”, ongepubliceerd manuscript, 1986 (26 p.)
- E. WYMEERSCH, “La protection des déposants et des investisseurs”, in: X, *La banque dans la vie quotidienne*, Brussel, Jeune Barreau, 1986, 189-243
- E. WYMEERSCH, “Aspects de l’action communautaire dans le domaine des valeurs mobilières”, *Cahiers de droit européen*, 1989, nr. 5-6, 593-607
- E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, Working Paper Series Financial Law Institute (University of Ghent), december 2004, WP2004-10
- E. WYMEERSCH, “CESR, A Building Block in Europe’s Future Financial Regulatory System”, *Euredia*, 2007-2008/1, 15
- E. WYMEERSCH, “Quelques réflexions sur la Societas Europaea (SE)”, in: Y. POULLET, P. WERY, P. WYNANTS (eds.), *Liber Amicorum Michel Coipel*, Brussel, Kluwer, 2004 (841 p.), 805-816
- E. WYMEERSCH, “Bedenkingen bij enkele recente ontwikkelingen in het financiële toezicht in Europa”, Working Paper Series Instituut Financieel Recht, december 2004 (14 p.)
- E. WYMEERSCH, “Developments in European Financial Regulation”, *Working Paper Series Financial Law Institute (University of Ghent)*, december 2004, WP2004-10, 2
- E. WYMEERSCH, “De nieuwe reglementering van de openbare uitgaven van effecten en de financiële informatie”, in: G. SCHRANS en E. WYMEERSCH (ed.), *Financiële Herregulering in België*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, 1991, 101-153
- E. WYMEERSCH, “De zetelverplaatsing in het vennootschapsrecht”, in: X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.), 757-770
- E. WYMEERSCH, “Winter’s nieuwe lente. Beschouwingen bij het Rapport van de ‘High Level Group of Company Law Experts’”, in X., *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Brussel, Bruylant, 2004 (1198 p.), 1177-1193
- E. WYMEERSCH, “Vormen en structuren van financieel toezicht”, in: X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.), 109
- E. WYMEERSCH, “Delegation as an Instrument for Financial Supervision”, Working Paper, 12 december 2006 (27 p.)
- E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in European Financial Integration*, Berlijn, De Gruyter, 1994

-X-

- X., *Liber Amicorum Jean-Pierre de Bandt*, Brussel, Bruylant, 2004 (1050 p.)
- X., *Liber Amicorum Frans Bouckaert*, Leuven, Universitaire Pers, 2000
- X., *Liber Amicorum Guy Horsmans*, Brussel, Bruylant, 2004 (1198 p.)
- X., *Liber Amicorum André Bruyneel – Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008 (697 p.)
- X., *Liber Amicorum Eddy Wymeersch – Van alle markten*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008 (1149 p.)
- X., *Liber Amicorum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002 (1205 p.)
- X., *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994 (659 p.)
- X. : *Mélanges offerts à Pierre Van Ommeslaghe*, Brussel, Bruylant, 2000 (1092 p.)
- X., *Mélanges John Kirkpatrick*, Brussel, Bruylant, 2004
- X., *Intégration des marchés financiers*, Commentaire J. Mégret, Brussel, Institut d’études européennes, 2007
- X., *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- X., *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, losbl.
- X., *Financiële participatie door werknemers: de Wet van 22 mei 2001*, Antwerpen, Kluwer, 2001 (240 p.)
- X., *La banque dans la vie quotidienne*, Brussel, Jeune Barreau, 1986
- X., *Le nouveau droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1992
- X., *Het Europa van de verzekeringen. De richtlijnen van de derde generatie*, Antwerpen/Louvain-la-Neuve/Brussel, Maklu/Academia/Bruylant, 1992 (384 p.)

-Z-

- ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS, “Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum Entwurf einer Verordnung über das Register für qualifizierte Anleger nach § 27 Abs. 5 des Wertpapierprospektgesetzes”, 23 augustus 2006 (3 p.)
- ZENTRALERKREDITAUSSCHUSS, “Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum Diskussionsentwurf eines Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes”, januari 2005 (10 p.)
- K. ZHANG, “Does Financial Development Promote Economic Growth in the East Asia?”, *China Journal of Finance*, 2003, 1, 1-10

II. GECITEERDE BRONNEN VAN TOEZICHTHOUDENDE OVERHEDEN

BELGIË

COMMISSION BANCAIRE, 1935-1960

COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1936*

COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1937*

COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1935*

COMMISSION BANCAIRE, *Rapport Annuel 1938*

BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1986-1887*

COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIËWEZEN, *Jaarverslag 1994-1995*

COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIËWEZEN, *Circulaire ICB/1/93 over de Commercialisering in België van Rechten van Deelneming in Instellingen voor Collectieve Belegging*, 20 juli 1993

COMMISSIE VOOR HET BANK EN FINANCIËWEZEN, *Jaarverslag 2002-2003*

CBFA, *Jaarverslag 2004*

CBFA, *Prospectusrichtlijn: Mededeling van de CBFA over het met ingang van 1 juli 2005 nieuwe beleid voor de behandeling van dossiers over openbare aanbiedingen en toelatingen tot de verhandeling op een gereglementeerde markt*, 16 juni 2005

CBFA, *NYSE en Euronext, Overige Berichten*, 28 september 2006

CBFA, *Mededeling CBFA – Uitbreiding van de begrippen ‘gekwalficeerde beleggers’ en ‘institutionele of professionele beleggers’*, 10 oktober 2006 (2 p.)

CBFA, *College of Euronext Regulators sign Memorandum of Understanding with the SEC, Overige Berichten*, 25 januari 2007

CBFA, *Mededeling aangaande de regels die van toepassing zijn op ICBE's naar buitenlands recht die hun rechten van deelneming in België wensen te verhandelen*, 27 april 2007.

CBFA, *Open raadpleging – Voorstellen tot wijziging van het Koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken*, maart-april 2008

CBFA, *Verslag over het bevorderen van de financiële kennis in België*, oktober 2008 (47 p.)

NEDERLAND

AFM, “Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten – Institutionele brochure”, december 2004 (15 p.)

AFM/MINISTERIE VAN FINANCIËN, “Persbericht – Minister breidt Vrijstellingsregeling Wet financiële dienstverlening uit”, 25 april 2006

AFM (R. VERHOEVEN), “Een jaar prospectustoezicht”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.)

AFM (S.J. MAIJOOR EN A.W.H. DOCTERS VAN LEEUWEN), Brief dd. 15 april 2005 (3 p.)

AFM, *Jaarverslag 2004* (128 p.)

AFM (P. HORSTEN), “De AFM en prospectussen”, *Inzicht*, nr. 12, september 2006 (32 p.)

AFM (A.W. KIST), “Van het Bestuur”, *Inzicht*, nr. 13, december 2006 (32 p.)

AFM (A. JONK), “De Wet op financieel toezicht: binnenkort een feit!”, *Inzicht*, nr. 11, juni 2006 (32 p.)

AFM, “Nieuw toezichtregime voor prospectussen”, *Inzicht*, nr. 9, september 2006 (24 p.)

AFM (A. DOCTERS VAN LEEUWEN EN P. KOSTER), “Voorwoord bestuur”, *Inzicht*, nr. 8, december 2004 (20 p.)

AFM, “Wet op het financieel toezicht”, *Inzicht*, nr. 10, maart 2006 (11 p.)

AFM (namens het COLLEGE OF EURONEXT REGULATOR'S CHAIRMEN'S COMMITTEE, *Combination NYSE – Euronext*, brief dd. 5 december 2006 (3 p.)

FRANKRIJK

AMF, “Exploration des processus d’information et de gestion et diagnostic des documents à destination des épargnants (actionnaires, détenteurs d’OPCVM et épargne salariale) – Document de synthèse sur l’ensemble du dispositif (TNS Sofres)”, november 2006 (51 p.)

AMF, “La régulation et la coopération internationales”, in *Rapport annuel 2005*, 31 mei 2006

AMF, “Transposition de la directive ‘prospectus’ dans le règlement général de l’AMF : consultation publique jusqu’au 10 juin 2005”, juni 2005 (97 p.)

AMF, “French regulation in Europe’s future financial landscape”, maart 2006, 16

AMF (Ph. DANJOU), “Les normes IFRS : Point de vue de l'AMF au titre de l'épargne publique et du contrôle des marchés”, 24 november 2005 (28 p.)

AMF, “La directive sur les marchés d'instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française”, mei 2006 (60 p.)

AMF, “L'AMF apporte une nouvelle série de modifications à son règlement général”, 8 september 2005

AMF, “Recommandation de l'AMF sur le Résumé du Prospectus”, 4 oktober 2007

AMF, “Meilleure régulation : Mise en place d'une procédure simplifiée d'instruction des demandes de visa pour les prospectus établis par certaines sociétés dans le cadre d'opérations d'appel public à l'épargne”, 12 maart 2008

AMF, “Mise en oeuvre du règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004 concernant les informations contenues dans un prospectus Précisions relatives à la notion de prévisions”, 10 juli 2006

AMF, “Guide d'élaboration des documents de référence : réglementation en vigueur, interprétations et recommandations de l'AMF”, 30 januari 2006

AMF, “Principes généraux concernant les communications à caractère promotionnel relatives aux opérations d'appel public à l'épargne sur des instruments financiers indexés ou ayant une composante optionnelle”, 27 december 2005

COB, *Rapport annuel* 1998

AMF, Formulaire Type d'Inscription sur le Fichier, september 2006

AMF, Formulaire Type de Radiation du Fichier, september 2006

AMF, *Instruction n° 2005-11* du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne

AMF, *Pour l'éducation économique et financière des épargnants*, 18 mei 2005 (26 p.).

VERENIGD KONINKRIJK

FSA, “Investment disclosure research – Prepared for the Financial Services Authority by IFF Research Ltd” *Consumer Research* 55, november 2006 (147 p.)

FSA, “Consumers and mortgage disclosure documentation – Prepared for the Financial Services Authority by BMRB Social Research” *Consumer Research* 54, september 2006 (92 p.)

FSA, “Glossary”, 22 maart 2005

FSA, “Prospectus Directive”, 4 november 2005

FSA, “Consultation Paper – Implementing MiFID for Firms and Markets”, 06/14, juli 2006 (224 p.)

FSA, “The Listing Review and implementation of the Prospectus Directive - Draft rules and feedback on CP203”, *CP04/16*, oktober 2004

FSA, “The Listing Review and Prospectus Directive - Feedback on CP04/8 and CP04/16, near final text and supplementary consultation”, *CP05/7*, april 2005

FSA, “Policy statement – Implementation of the Prospectus Directive - Feedback on CP04/16 and CP05/7 and near final *Prospectus Rules*”, *PS05/7*, april 2005

FSA, *March List!*, *Issue No.18*, maart 2008

FSA, *Form A – Application for the approval of a prospectus in accordance with Part VI of the Financial Services And Markets Act 2000*, ongedateerd

FSA, *Form B – Application for the inclusion on the Qualified Investor Register (QIR) in accordance with rule 5.4.3 of the Prospectus Rules*, ongedateerd

FSA, *Form C – Application to receive a copy of the Qualified Investor Register (QIR) in accordance with rules 5.4.8 and 5.4.9 of the Prospectus Rules*, ongedateerd

FSA (UKLA), *LIST! Issue No. 10*, juni 2005

FSA, *Policy Statement 05/7 – Implementation of the Prospectus Directive Feedback on CP04/16 and CP05/7 and near final Prospectus Rules*, juni 2005 (182 p.)

FSA, *UKLA Publications - List!*, nr. 10, juni 2005 (10 p.)

FSA, *The Exemptions Letter*, ongedateerd

FSA, *Example 5 – An Exemption Letter where there is no public offer*, 27 september 2005

FSA, *Example 4 - An Exemptions Letter for an application where there is to be a public offer*, 27 september 2005

FSA, *Consumer Research n° 68*, mei 2008 (92 p.)

FSA, *Consumer Research n° 69*, juli 2008 (108 p.)

DUITSLAND

BaFin, *Jahresbericht der BaFin '05*, 2005

BaFin, *Muster eines Nachtrags nach § 16 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz*, ongedateerd
BaFin, *Nachweis über die Veröffentlichung des Prospekts gemäß § 14 Abs. 3 Satz 1 WpPG*, ongedateerd
BaFin, *Muster von Hinweisbekanntmachungen gemäß § 14 Abs. 3 Satz 2 WpPG für einteilige und dreiteilige Prospekte sowie Basisprospekte*, ongedateerd
BaFin, *Muster einer Hinweisbekanntmachung für Nachträge nach § 16 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz*, ongedateerd
BaFin, *Hinterlegung gemäß § 6 Abs. 3 Satz 2 Wertpapierprospektgesetz zum Basisprospekt*, ongedateerd
BaFin, *Entwurf einer Verordnung über das Register für qualifizierte Anleger nach § 27 Abs. 5 des Wertpapierprospektgesetzes (Anlegerregister-Verordnung – AregV)*
BaFin, *Jahresbericht der BaFin '05*
BaFin, *Konsultation 3/2006 – Entwurf einer Begründung*

EUROPESE UNIE

FESCO, “Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of investors for the purpose of Conduct of Business Rules”, 15 maart 2000, 00-FESCO-A
CESR, *CESR Charter*, Ref. 01-056, 10 september 2002
CESR, *CESR Charter*, Ref. 06-289c, 2 augustus 2006
CESR, *CESR Charter*, Ref. 08-375d, 10 september 2008
CESR, *Protocol on Review Panel of the Committee of European Securities Regulators (January 2007)*, Ref. 07-070b, 1 april 2007
CESR, *Methodology for self-assessment and peer-review tool*, Ref. 07-071b, 26 juni 2007
CESR, *The Role of CESR at “Level 3” Under the Lamfalussy Process – Action Plan For 2005*, Ref. CESR/04-527, oktober 2004
CESR, *The Role of CESR at “Level 3” Under the Lamfalussy Process – Summary of Responses*, Ref. CESR/04-349, oktober 2004
CESR, *Protocol on Mediation Mechanism of the Committee of European Securities Regulators*, Ref. CESR/06-286b, augustus 2006
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 6th Updated Version – August 2008*, Ref. CESR/08-602, 7 augustus 2008
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 5th Updated Version – May 2008*, Ref. 08-426, 20 mei 2008
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members – 4th Updated Version – December 2007*, Ref. 07-852, 20 december 2007
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version September 2007*, Ref. 06-651, 21 september 2007
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version February 2007*, Ref. 07-110, 16 februari 2007
CESR, *Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members*, Ref. 06-296d, 18 juli 2006
CESR, *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members*, Ref. 08-266, 11 april 2008
CESR, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, Ref. 05-054b, 10 februari 2005
CESR, *CESR’s recommendations for the consistent implementation of the European Commission’s Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, Ref. 04-225b, 24 juni 2004
CESR, *CESR Guidelines for the Consistent Implementation of the Proposed Commission’s Regulation on Prospectus - Call for Evidence*, Ref. 04-057, 4 maart 2004
CESR, *Indicative timetable for CESR’s work on guidelines for the consistent implementation of the proposed Commission Regulation on Prospectus*, Ref. 04-127, 4 maart 2004
CESR, *Agenda - Open hearing on CESR’s report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, Ref. 07-009, 5 januari 2007
CESR, *Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (Public consultation)*, Ref. CESR/08-717, oktober 2008
CESR, *Call for Evidence on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, Ref. 06-515, 13 november 2006
CESR, *Press Release – CESR publishes joint responses to commonly asked questions on prospectuses*, Ref. CESR/06-332, 18 juli 2006
CESR, *The Passport under MiFID*, Ref. CESR 06-669, december 2006

OVERIGE

CCSF, “Circulaire CCSF 05/224 – Choix de l’Etat membre d’origine pour émetteurs de pays tiers ayant des titres admis à la négociation au 1 juillet 2005 et notification par ces émetteurs de leur choix avant le 31 décembre 2005”, 2005

CSSF, Circulaire 5/225, “La notion d’offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l’obligation de publier un prospectus pouvant en découler”, 16 december 2005

CSSF, Circulaire 5/195, “Entrée en vigueur de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières”, 18 juli 2005

IFSRA (P. NEARY), “Regulatory Connection”, Issue 8, september 2006

IOSCO Technical Committee, “Public Document No. 61, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994”, september 1996

IOSCO Technical Committee, “Public Document No 71, International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996”, september 1997

IOSCO Development Committee (Emerging Markets Committee), “Public Document No. 24, Report on Disclosure Requirements”, oktober 1992

IOSCO Development Committee (Emerging Markets Committee), “IOSCO Public Document No. 32, Report on Disclosure”, oktober 1993

IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 39, Report on Disclosure and Accounting”, oktober 1994

IOSCO Emerging Markets Committee, “IOSCO Public Document No. 62, Reporting of Material Events in Emerging Markets”, september 1996

IOSCO, “IOSCO Public Document No. 81, International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers”, september 1998

IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 118, Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems”, maart 2001

IOSCO, “IOSCO Resolution No. 42: Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers”, september 1998

IOSCO, “IOSCO Resolution No. 44: Resolution on IASC Standards”, mei 2000

IOSCO Technical Committee, “IOSCO Public Document No. 141, General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations”, februari 2003

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “Publication of Information Prior To or After The Effective Date of a Registration Statement”, *Sec. Act Release No. 33-3844* (Oct. 8, 1957), 1957 WL 3605

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION ADVISORY COMMITTEE ON THE CAPITAL FORMATION AND REGULATORY PROCESSES, voorgezeten door S. WALLMAN, 24 juli 1996

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “United States Securities and Exchange Commission Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System”, 8 oktober 2008

III. VOORNAAMSTE GECITEERDE RECHTSPRAAK

EUROPESE UNIE

HvJ, Zaak 25/70, *Köster*, *Jur.* 1970, 1161

HvJ, Zaak 203/80, *Casati*, *Jur.* 1981, 2595;

HvJ 286/82 en 26/83, *Graziana Luisi en Giuseppe Carbone Tegen Ministerie van de Schatkist*, *Jur.* 1984, 377

HvJ 79/85, *D. H. M. Segers tegen Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*, *Jur.* 1986, 2375

HvJ 79/85, *D. H. M. Segers tegen Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*, *Jur.* 1986, 2375

HvJ, Zaak 267/86, *Pascal Van Eycke tegen ASPA NV*, *Jur.* 1988,

HvJ, C-358/93 en C-416/93, *Strafzaken tegen Aldo Bordessa, Vicente Mari Mellado en Concepcion Barbero Maestre*, *Jur.* 1995, I-361

HvJ, C-163/94, C-165/94 en C-250/94, *Strafzaak tegen Lucas Emilio Sanz de Lera, Raimundo Díaz Jiménez en Figen Kapanoglu*, *Jur.* 1995, I-4821

HvJ C-118/96, *Jessica Safir tegen Skattemyndigheten i Dalarnas län*, *Jur.* 1998, I-1897

HvJ C-212/97, *Centros Ltd tegen Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, *Jur.* 1999, I-1459

HvJ C-222/97, *Manfred Trummer en Peter Mayer*, *Jur.* 1999, I-1661

HvJ C-54/99, *Association Eglise de scientologie de Paris en Scientology International Reserves Trust tegen Premier ministre*, *Jur.* 2000, I-

1335

HvJ C-478/98, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk België*, *Jur.* 2000, I-7587

H.v. J. 5 oktober 2000, *Duitsland t. Parlement en Raad*, C-376/98, *Jur.* 2000, I-8419

HvJ C-208/00, *Überseering BV tegen Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, *Jur.*, 2002, I-9919

HvJ C-515/99, C-519/99 tot C-524/99 en C-526/99 tot C-540/99, *Hans Reisch en anderen tegen Bürgermeister der Landeshauptstadt Salzburg en Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Anton Lassacher en anderen tegen Grundverkehrsbeauftragter des Landes Salzburg en Grundverkehrslandeskommission des Landes Salzburg*, *Jur.* 2002, I-2157

HvJ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam tegen Inspire Art Ltd.*, *Jur.*, 2003, I-10155

HvJ C-98/01, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland*, *Jur.* 2003, I-4641

HvJ C-463/00, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk Spanje*, *Jur.* 2003, I-4581

HvJ C-265/04, *Margaretha Bouanich tegen Skatteverket*, *Jur.* 2006, I-923

HvJ C-513/03, *Erven van M. E. A. van Hilten-van der Heijden tegen Inspecteur van de Belastingdienst/Particulieren/Ondernemingen buitenland te Heerlen*, *Jur.* 2006, I-1957

HvJ C-282/04 en C-283/04, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk der Nederlanden*, *Jur.* 2006, I-9141

HvJ C-282/04 en C-283/04, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Koninkrijk der Nederlanden*, *Jur.* 2006, I-9141

HvJ, C-112/05, *Commissie van de Europese Gemeenschappen tegen Bondsrepubliek Duitsland*, *Jur.* 2007, I-8995

HvJ, Zaak C-430/05, *Nttonik Anonymi Etaireia Emporias I/Y, Logismikou kai Parochis Ypiresion Michanografisis, Ioannis Michail Pikoulas t. Epitropi Kefalaiaagoras*, *Jur.* 2007, I-5835

HvJ, C-463/04 en C-464/04, *Federconsumatori en anderen (C-463/04) en Associazione Azionariato Diffuso dell'AEM SpA en anderen (C-464/04) tegen Comune di Milano*, nog niet gepubliceerd

OVERIGE

Hall v. Geiger-Jones Co., 242 *U.S.* 539 (1917)

S.E.C. v. Ralston Purina Co., 346 *U.S.* 119 (1953)

Wilko v. Swan, 346 *U.S.* 427 (1953)

S.E.C. v. Capital Gains Bureau, 375 *U.S.* 180 (1963)

Silver v. New York Stock Exchange, 373 *U.S.* 341 (1963)

Cass., 24 januari 1966, *Pas.*, I, 664

Cass., 15 oktober 1973, *Pas.* 1974, I, 165

Hoge Raad, 17 december 1996, *JOR*, 1997/7

Brussel (8e k.), 1 juli 2005, *T.R.V.*, 2005, afl. 5, 329

IV. VOORNAAMSTE GECITEERDE WETGEVING (MET INBEGRIJ VAN VOORBEREIDENDE WERKEN EN STUDIES)

EUROPESE UNIE – WETGEVING

Aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties, *Pb. L.* 20 augustus 1977, afl. 212, 37

Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb. L.*, 17 april 1980, afl. 100, 1

Richtlijn 80/390/EEG van de Raad van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb. L.*, 17 april 1980, afl. 100, 1

Richtlijn 86/566/EEG van de Raad van 17 november 1986 tot wijziging van de Eerste Richtlijn van 11 mei 1960 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag, *Pb. L.*, 26 november 1986, afl. 332, 22

Europese Akte, *Pb. L.*, 29 juni 1987, afl. 169, 1

Richtlijn 88/361/EEG van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag, *Pb. L.*, 8 juli 1988, afl. 178, 5

Richtlijn 89/298/EEG van de Raad van 17 april 1989 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbidding van effecten, *Pb. L.*, 5 mei 1989, afl. 124, 8-15

Besluit 1999/468/EG van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden (*Pb. L.*, 17 juli 1999, afl. 184, 23), zoals gewijzigd bij Besluit 2006/512/EG van de Raad van 17 juli 2006 (*Pb. L.*, 22 juli 2006, afl. 200, 11)

Verordening (EG) nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE), *Pb. L.*, 10 november 2001, afl. 294, 1

Besluit 2001/527/EG van de Commissie van 6 juni 2001 tot instelling van het Comité van Europese effectenregelgevers, *Pb. L.*, 13 juli 2001, afl. 191, 43-44

Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, *Pb. L.*, 6 juli 2001, afl. 184, 1

Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb. L.*, 30 april 2004, afl. 142, 12

Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb. L.*, 31 december 2004, afl. 390, 38-57

Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa, *Pub. C.*, 16 december 2004, afl. 310

Besluit 2006/288/EG van de Commissie van 30 maart 2006 tot oprichting van een Europese deskundigengroep voor effectenmarkten die tot taak heeft juridisch en economisch advies te verstrekken over de toepassing van de EU-effectenrichtlijnen, *Pb. L.*, 19 april 2006, afl. 106, 14-17

Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking), *Pub. L.*, 30 juni 2006, afl. 177, 1

Richtlijn 2006/123/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 betreffende diensten op de interne markt, *Pb. L.*, 27 december 2006, afl. 376, 36

Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb. L.*, 2 september 2006, afl. 241, 26

Verdrag van Lissabon tot wijziging van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, ondertekend te Lissabon, 13 december 2007, *Pub. C.*, 17 december 2007, afl. 306

Verordening (EG) nr. 1569/2007 van de Commissie van 21 december 2007 waarbij ter uitvoering van de Richtlijnen 2003/71/EG en 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad een mechanisme wordt opgezet voor het nemen van een besluit over de gelijkwaardigheid van standaarden voor jaarrekeningen die door effectenuitgevende instellingen van derde landen worden toegepast, *Pb. L.*, 22 december 2007, afl. 340, 66

Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *Pb. L.*, 2 september 2006, afl. 241, 1

Geannoteerd overzicht van de gereglementeerde markten en van de nationale bepalingen tot omzetting van de terzake geldende voorschriften van de [Richtlijn Beleggingsdiensten], *Pb. C.*, 1 maart 2008, afl. 57, 21-27

Richtlijn 2008/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten en tot intrekking van Richtlijn 87/102/EEG van de Raad, *Pb. L.*, 22 mei 2008, afl. 133, 66

Akkoord tussen het Europees Parlement en de Commissie betreffende de wijze van toepassing van Besluit 1999/468/EG van de Raad tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden, gewijzigd bij Besluit 2006/512/EG, *Pub. C.*, 10 juni 2008, afl. 143, 1-4

EUROPESE UNIE – VOORBEREIDENDE WERKEN

EUROPESE COMMISSIE, *The Development of a European Capital Market – Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, Brussel, november 1966 (382 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Memorandum of the Commission to the Council on the Coordination of Economic Policies and Monetary Cooperation Within the Community*, COM(69)150final, 12 februari 1969, Bull. Suppl. Nr. 3, 1969

EUROPESE COMMISSIE, *Necessite et modalites d'une action dans le domaine des capitaux*, COM (69) 200 final, 5 maart 1969

P. WERNER, *Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community*, 8 oktober 1970, Bulletin of the European Communities, Supplement 11/1970

Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lid-staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, COM(72)887def

EUROPESE COMMISSIE, *De voltooiing van de interne markt: Witboek van de Commissie voor de Europese Raad*, COM(85) 310, juni 1985

EUROPESE COMMISSIE, *Bijlage bij het Witboek – Tijdschema voor de voltooiing van de interne markt tegen 1992*, COM(85) 310, juni 1985

EUROPESE COMMISSIE, *Programme for the Liberalization of Capital Movements in the Community. Communication from the Commission to the Council*, COM (86) 292 final, 23 mei 1986 (18 p.)

COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 1989 (42 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Medeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten*, 28 oktober 1998, COM/98/625def

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Cardiff, 15 en 16 juni 1998

Bulletin EU 6-1998, Conclusions of the Presidency (6/35), “Making the single market a motor for new jobs”

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over de Mededeling van de Commissie ‘Opzetten van een actiekader voor financiële diensten’, *Pb. C.*, 22 juli 1999, afl. 209, 35-42

Resolutie over de mededeling van de Commissie: Opzetten van een actiekader voor financiële diensten, *Pb. C.*, 1 oktober 1999, afl. 279

FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, *Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, *Third meeting*, 26 maart 1999

FORUM GROUP ON MARKET MANIPULATION, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FORUM GROUP COMMUNICATION CODIFYING CLEAR AND COMPREHENSIBLE INFORMATION FOR PURCHASERS, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, *Second meeting*, 26 februari 1999

FORUM GROUP ON THE CROSS-BORDER USE OF COLLATERAL, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

EUROPESE COMMISSIE, *Medeling van de Commissie – Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan*, COM(1999)232, 11 mei 1999

EUROPESE COMMISSIE, *The Commission's Work Programme – The Policy Priorities*, 1999

FORUM GROUP ON THE ISD GREEN PAPER, *Financial services action plan – issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FORUM GROUP ON MARKET MANIPULATION, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FORUM GROUP ON THE CROSS-BORDER USE OF COLLATERAL, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

FORUM GROUP COMMUNICATION CODIFYING CLEAR AND COMPREHENSIBLE INFORMATION FOR PURCHASERS, *Issues paper for the first meeting of the group*, oktober 1999

EUROPESE COMMISSIE, *First Progress Report*, 29 november 1999

COMMITTEE OF WISE MEN, *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 9 november 2000 (44 p.)

COMMITTEE OF WISE MEN, *Questionnaire*, 21 augustus 2000

ECOFIN COUNCIL, *Regulation of European Securities Markets – Terms of Reference for the Committee of Wise Men, Outcome of Proceedings*, 10491/00, 17 juli 2000

FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, *Sixth meeting*, 11 februari 2000

EUROPESE COMMISSIE, *Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag*, COM(2000)336 definitief, 30 mei 2000

FORUM GROUP ON MARKET OBSTACLES, *Issues paper for the first meeting of the group: ‘Retail financial services - overcoming remaining barriers’*, maart 2000

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Nice, 7-10 december 2000

FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, *Sixth meeting*, 11 februari 2000

Persbericht, “Committee of Wise Men opens public online consultation”, 21 augustus 2000

Persbericht, "Summary of remarks made by Alexandre Lamfalussy to the Press concerning the Committee's initial report published on 9 November 2000", 9 november 2000

Persbericht, "The Chairman of the Committee of Wise Men, Baron Alexandre Lamfalussy's, opening comments to the Press", 15 februari 2000

F. BOLKESTEIN, Brief gericht aan Mevr. Randzio-Plath, 2 oktober 2001 (ref. A:99/D807) (6 p.)

COMMITTEE OF WISE MEN, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 februari 2001 (115 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Communication on Sales Promotions in the Internal Market – Proposal for a European Parliament and Council Regulation Concerning Sales Promotions in the Internal Market*, 2 oktober 2001, COM(2001) 546 definitief

EUROPESE CENTRALE BANK, Advies van 16 november 2001 op verzoek van de Raad van de Europese Unie inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, *Pb. C.*, 6 december 2001, afl. 344, 4-7

FORUM GROUP n° VI, *Facilitating cross-border corporate financial services – findings*, oktober 2001

FINANCIAL SERVICES POLICY GROUP, *Eleventh meeting*, 20 september 2001

FORUM GROUP n° VI, *Facilitating cross-border corporate financial services – findings*, oktober 2001

EUROPESE COMMISSIE, Ontwerp Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmissbruik), 30 mei 2001, COM(2001)281 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *The Proposed Prospectus Directive – Frequently Asked Questions*, MARKT F2/HGD/NDB D(2001), 28 september 2001

EUROPESE COMMISSIE, *Revision of the Investment Services Directive (93/22) – Summary of Responses to the Preliminary Orientations of Commission Services*, juli 2001 (30 p.)

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Stockholm, 23 en 24 maart 2001

Gemeenschappelijk Standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 17 juli 2006, 2004/0001 (COD)

Ch. RANDZIO-PLATH, *Brief van 12 juli 2001*, waarnaar verwijzing in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2002/ce284/ce28420021121en00830085.pdf>

Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, 30 mei 2001, COM(2001)280 definitief

COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, 27 februari 2002, A5-0072/2002 final

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, *Pb. C.*, 3 april 2002, afl. 80, 52-60

Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, 9 augustus 2002, COM(2002) 460 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Financial services: Latest Report Highlights Sustained Progress in Integrating EU Capital Markets*, IP/02/1785, 2 december 2002

EUROPESE COMMISSIE, *Toelichting bij Gewijzigd voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG*, 9 augustus 2002, COM(2002)460 definitief

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Barcelona, 15 en 16 maart 2002

Persbericht, "Financial Markets : Commission Welcomes Parliament's Agreement on Lamfalussy Proposals for Reform", IP/02/195, 5 februari 2002

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 4 november 2002 (165 p.)

COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS (rapporteur C. HUHNE), *Recommendation for a Second Reading on the Council Common Position for Adopting a European Parliament and Council Directive on the Prospectus to be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading*, 13 juni 2003, (5390/4/2003, 2001/0117(COD))

Advies van het Europees Parlement van 14 maart 2002, *Pb. C.*, 27 februari 2003, afl. 47E, 417

EUROPESE COMMISSIE, *Financial Services: Latest Report Highlights Need To Boost EU Capital Market Integration in Next Nine Months*, IP/03/778, 2 juni 2003

EUROPESE COMMISSIE, *Financial Services: Action Plan to integrate EU financial markets enters home straight*, IP/03/1591, 24 november 2003

Gemeenschappelijk standpunt van de Raad van 24 maart 2003 (*Pb. C.*, 27 mei 2003, afl. 125E, 21)

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 20 en 21 maart 2003

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling aan het Europees Parlement overeenkomstig artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag over het gemeenschappelijk standpunt door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG*, SEC/2003/0396 def (COD 2001/0117), 26 maart 2003

EUROPESE COMMISSIE, *Commission staff working document the application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation – A preliminary assessment by the Commission services*, 15 november 2004, SEC(2004)1459

EUROPESE COMMISSIE, *Working Document of DG Internal Market Services – Review of Financial Services Action Plan: Publication of Reports of Four Independent Expert Groups For Comments*, 7 mei 2004

EUROPESE COMMISSIE, *Investment services: constructive open hearing on revision of Directive*, MEMO/02/80, 24 april 2004

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 25 en 26 maart 2004

W. KOK (HIGH LEVEL GROUP), *Rapport van de Groep op Hoog Niveau onder leiding van Wim Kok – Aan de slag : de Lissabon-strategie voor groei en werkgelegenheid*, november 2004

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het “Voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de Richtsnoeren voor het werkgelegenheidsbeleid van de lidstaten”, *Pb. C.*, 17 november 2005, afl. 286, 38-44

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het (eerdere) “Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt”, COM(2004)2def, *Pb. C.*, 8 september 2005, afl. 221, 113-125

Advies van het Comité van de Regio's over het “Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt”, *Pb. C.*, 18 februari 2005, afl. 43, 18-22

EUROPEAN PARLIAMENTARY FINANCIAL SERVICES FORUM, *Briefing: The Lamfalussy Process – Is it working?*, maart 2005

EUROPESE COMMISSIE, *FSAP Evaluation – Part I: Process and implementation*, 7 november 2005

EUROPESE COMMISSIE, *Contract notice*, Ref. 2007/S-154-191085, 11 augustus 2007

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling aan de Europese Voorjaarsraad – samen werken aan werkgelegenheid en groei – een nieuwe start voor de Lissabon-strategie*, 2 februari 2005, COM(2005)24

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement – Gemeenschappelijke acties voor groei en werkgelegenheid: het communautair Lissabonprogramma*, 20 juli 2005, COM(2005)330definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Geïntegreerde richtsnoeren voor groei en werkgelegenheid (2005-2008), met inbegrip van een voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de Richtsnoeren voor het werkgelegenheidsbeleid van de lidstaten, en een aanbeveling van de Commissie betreffende de Globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en de Gemeenschap*, COM(2005)141 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010*, 2005 (20 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Prospectus Directive – Determination of home Member State for third country issuers with traded securities*, 3 oktober 2005 (2 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Third informal Meeting on Prospectus Transposition: Summary Record*, MARKT/G3/WG, 26 januari 2005

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 22 en 23 maart 2005

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het Groenboek over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010)”, COM(2005)177 def, *Pb. C.*, 17 maart 2006, afl. 65, 134

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling aan het Europees Parlement krachtens artikel 251, lid 2, tweede alinea, van het EG-Verdrag inzake het gemeenschappelijk standpunt van de Raad met het oog op de aanneming van een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt*, COM/2006/424def

EUROPESE COMMISSIE, *Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen*, 15 november 2006, COM(2006)686 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Report of the Alternative Investment Expert Group - Developing European Private Equity*, juli 2006 (37 p.)

EUROPESE COMMISSIE, IP/06/1073, 28 juli 2006

EUROPESE COMMISSIE, *Commission acts to ensure 19 Member States implement EU laws*, IP/06/503, 19 april 2006

Conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Brussel, 23 en 24 maart 2006

Gewijzigd voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende diensten op de interne markt, 4 april 2006, COM(2006)160def

EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), *Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, 5 september 2007 (27 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Call for evidence regarding private placement regimes in the EU – Summary of stakeholder responses*,

september 2007 (13 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling – Evaluatie van de Lamfalussy-procedure : Bevorderen van de toezichtconvergentie*, 20 november 2007, COM(2007)727 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Call for evidence regarding private placement regimes in the EU*, april 2007 (17 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Rate of transposition of FSAP Directives - view per Directive*, 15 juli 2007

EUROPESE COMMISSIE, *Call for Evidence – Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for ‘Substitute’ Retail Investment Products?*, oktober 2007 (41 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Transposition of Financial Services Action Plan Directives*, beschikbaar op http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/transposition/index_en.htm

EUROPESE COMMISSIE, *Mededeling omtrent financiële educatie*, december 2007, COM(2007) 226 definitief

EUROPESE COMMISSIE, *Your questions on MiFID – Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures – Questions and answers*, versie 17 januari 2008 (124 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Feedback Statement on Contributions to the Call for Evidence on ‘Substitute’ Retail Investment Products*, maart 2008 (36 p.)

EUROPESE COMMISSIE, *Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende consumentenrechten*, COM(2008) 614 definitief, 8 oktober 2008 (66 p.)

BELGIË

K.B. nr. 185

Wet van 10 juni 1964 op het openbaar aantrekken van spaargelden

Wet van 4 december 1990

Koninklijk besluit van 9 januari 1991

Koninklijk besluit van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen

Wet van 7 mei 1999 houdende het wetboek van vennootschappen

Memorie van toelichting bij het wetsontwerp van 26 november 2002 betreffende de openbare aanbiedingen van effecten, *Parl. St. Kamer*, 2002-03, 50-2148

Wet van 22 april 2003

Koninklijk besluit van 26 september 2006

K.B. 17 mei 2007

Verslag aan de Koning bij het Koninklijk besluit van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese Richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten, *B.S.*, 31 mei 2007

Verslag aan de Koning bij het Koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *B.S.*, 18 juni 2007

NEDERLAND

Beurswet 1914, *Stb.* 1914, 445

Vergadering van de Staatshoofden en Regeringsleiders in Den Haag, 1-2 december 1969, *Bul.* 1970/nr. 2

Kamerstukken II, 1984-1985, 18.750

Kamerstukken II, 1988-1989, 21.038, nr. 3

Wet Financieel Toezicht

Wet toezicht effectenverkeer (Wte), *Stb.* 1991, 141

Besluit van 8 december 1995, houdende uitvoering van de artikelen 3, tweede lid, onder b en c, 5, eerste lid, tweede volzin, 7, vierde lid, 11, eerste lid, en 17, eerste lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995

Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995

Wet van 16 november 1995, houdende het opnieuw vaststellen van de Wet toezicht effectenverkeer in verband met de uitvoering van de richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten en van de richtlijn betreffende de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen

Wte 1995, *Stb.* 1995, 574

Kamerstukken II, 1998-1999, 26, 466, nr. 1, 15

Kamerstukken II, 2001-2002, 28, 122, nr. 2

Kamerstukken II, 2001-2002, 26, 466, nr. 6

Kamerstukken II, 2003/04, 29.705, nr.3, 67

Wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, Nr. 10 *Nader Verslag*, 27 mei 2005, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004-2005*, 30.013, nr. 10, 2-3

Besluit tot vaststelling beleidsregels in het kader van de Wet op het financieel toezicht 12 december 2006, *Staatscourant*, 27 december 2006, nr. 251, 42

MINISTERIE VAN FINANCIËN, “Nota naar aanleiding van het Verslag”, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004-2005*, 30.013

RAAD VAN STATE, *Advies van 6 januari 2005 en nader rapport van 28 februari 2005*, *Tweede Kamer, vergaderjaar 2004-2005*, 30.013

Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels met betrekking tot het bedrag van de bestuurlijke boetes terzake van overtreding van de Wet op het financieel toezicht

Besluit van 12 oktober 2006, houdende bepalingen met betrekking tot enkele definities uit artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht

Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels inzake bekostiging van het toezicht ingevolge de Wet op het financieel toezicht

Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006, 29.708, nr.19, 566-567

Vierde Nota van Wijziging, Regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Tweede Kamer, vergaderjaar 2005-2006*, 29.708

Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden*, Jaargang 2006, 475

Regeling van de Minister van Financiën tot vaststelling voor 2008 van de bedragen voor eenmalige toezichthandelingen, bedoeld in de artikelen 2 en 3 van het Besluit bekostiging financieel toezicht, 10 januari 2008, Nr. FM 2008-00053

FRANKRIJK

Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales

Ordonnance 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, J.O., 29 september 1967

Rapport au Président de la République, *Ordonnance 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, J.O.*, 29 september 1967

Règlement n° 92-02 et instruction d'application relatif à l'offre au public de valeurs mobilières (april 1992)

Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, J.O., 3 juli 1998

Règlement n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée

Règlement n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public

Règlement n° 98-08 relatif à l'offre au public d'instrument financiers

Règlement n° 98-09 relatif aux opérations effectuées par dérogation aux règles de l'appel public à l'épargne

Règlement n° 98-10 relatif à la perte du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne

Sénat, Annexe au procès-verbal de la séance du 27 juillet 2004 – Rapport d'information fait au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur l'application de la loi du 1er août 2003 de sécurité financière, par M. Philippe Marini”, *Session Extraordinaire de 2003-2004*, nr. 431

Instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne (Prise en application du titre I du livre II du règlement général de l'AMF)

Arrêté du 1^{er} septembre 2005 portant homologation des modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.*, 8 september 2005

Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, J.O., 27 juli 2005

Sénat, *Rapport n° 438 (2004-2005) de M. Philippe MARINI*, fait au nom de la commission des finances, déposé le 29 juin 2005, *Session Ordinaire de 2004-2005, Annexe au procès-verbal de la séance du 29 juin 2005*, 138

Legge sul Risparmio (legge. n. 262/2005)

Décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre Ier du titre Ier du livre IV de la partie réglementaire du *code monétaire et financier*, *J.O.*, 18 mei 2006

Instruction n° 2006-06

Code monétaire et financier

Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

VERENIGD KONINKRIJK

Financial Services Act 1986

Bank of England Act 1988

Financial Services And Markets Act 2000

LAW SOCIETY, "UK implementation of the prospectus directive 2003/71/EC", ongedateerd (6 p.)

LAW SOCIETY (STANDING COMMITTEE ON COMPANY LAW), UK implementation of the prospectus directive 2003/71/EC (response of the Law Society's Standing Committee on Company Law to the consultation document 'UK implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC' published by HM Treasury and the FSA in October 2004), ongedateerd (6 p.)

HOUSE OF COMMONS (Select Committee on Treasury), "Memorandum submitted by Barclays", december 2005

HOUSE OF COMMONS (Select Committee on Treasury), "Written Evidence – Memorandum submitted by the Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers (APCIMS)", 8 december 2005

Prospectus Regulations 2005, *Statutory Instruments*, 2005 No. 1433 (in werking getreden op 1 juli 2005)

HOUSE OF COMMONS (Treasury Committee), "European Financial Services Regulation - Seventh Report of Session 2005-06", 23 mei 2006 (144 p.)

HOUSE OF COMMONS (Select Committee on Treasury), "Memorandum submitted by HM Treasury", mei 2006

HOUSE OF LORDS (European Union Committee), *Consumer Credit in the European Union: Harmonisation and Consumer Protection*, Vol. 1 – Report, HL Paper No. 210-I, 2005-2006 (77 p.)

FSA, *FSA Handbook*, beschikbaar op <http://fsahandbook.info>

DUITSLAND

Begründung, Deutscher Bundestag Drucksache 15/4999, 15. Wahlperiode, 3 maart 2005, 30

J. KRÜGER-JACOB (Bündnis 90/Die Grünen), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), *Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung*, 16197

Fassung der Bekanntmachung vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698)

Gegenäußerung der Bundesregierung – Zu Artikel 1 (§ 2 Nr. 4 Satz 2 – neu –, Satz 3 – neu – WpPG), Unterrichtung durch die Bundesregierung (Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung), *Deutscher Bundestag Drucksache 15/5219*, 15. Wahlperiode (zu Drucksache 15/4999), 7 april 2005, 7

B. HENDRICKS (Parl. Staatssekretärin beim Bundesminister der Finanzen), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), *Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung*, 16198

Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten) (KapMuG), Fassung der Bekanntmachung vom 16. August 2005 (BGBl. I S. 2437)

P. LIPS (CDU/CSU), Plenarprotokoll 15/172 Deutscher Bundestag, Stenografischer Bericht 172. Sitzung (Berlin, Donnerstag den 21. April 2005), *16196 Deutscher Bundestag – 15. Wahlperiode – 172. Sitzung*

Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung – Begründung, Unterrichtung durch die Bundesregierung (Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung), *Deutscher Bundestag Drucksache 15/5219*, 15. Wahlperiode (zu Drucksache 15/4999), 7 april 2005, 1

Börsengesetz (BörsG)

Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV)

Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist

Investmentgesetz (InvG)

Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG)

Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht (FinDAG)

OVERIGE E.E.R. LIDSTATEN

Lag (2005:380) om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:380), 13 juni 2005

Lag (2004:46) om investeringsfonder, *Svensk författningssamling*, SFS (2004:46), 2 maart 2004

Lag (2005:834) om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:834), 2 december 2005

Lag (2005:833) om ändring i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, *Svensk författningssamling*, SFS (2005:833), 2 december 2005

Real Decreto Ley 5 /2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación

pública, *BOE n° 62*, 14 maart 2005, 8832-8853

Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev, *Uradni list RS*, 28/2006, 17 maart 2006, 2874; Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- uradno prečiščeno besedilo, *Uradni list RS*, 26/2005, 15 maart 2005, 2370

Zákon č. 336/2005 Z.z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch), *Zbierka zákonov*, 2005, 141, 3417

Decreto-Lei n.o 52/2006 de 15 de Março, *Diário da República*, 53 SÉRIE I-A, date 15 maart 2006, 1878; Declaração de Rectificação n.o 21/2006, *Diário da República*, 64, 30 maart 2006

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, *Dziennik Ustaw*, Nr. 184, Poz. 1539, 11561

Regolamenti dwar Prospetti ta' Skemi ta' Investment Kollettiv skond l-Att dwar Servizzi ta' Investment, Supplement tal-Gazzetta tal-Gvern ta' Malta, Nru. 17,846, 25 ta' Novembru, 2005, Taqsima B-5609, L.N. 392

Loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières et portant transposition de la directive 2003/71/CE du Parlement Européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive 2001/34/CE; portant modification de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de Surveillance du Secteur Financier; portant modification de la loi du 23 décembre 1998 concernant la surveillance des marchés d'actifs financiers; portant modification de la loi du 30 mars 1988 concernant les organismes de placement collectif; portant modification de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif; portant modification de la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque; portant modification de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, *Mémorial grand-ducal*, A n° 98, 12 juli 2005, 1726

Grozījumi Finanšu instrumentu tirgus likumā, *Latvijas Vēstnesis*, Nr. 99 28 juli 2005

Prospectus (Directive 2003/71/EC) Regulations 2005, *Statutory Instrument* No. 324 of 2005

2005. évi LXII. törvény a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény módosításáról, *Magyar Közlöny*, nr. 2005/88, 4535-4574

Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση (νόμος υπ' αριθ. 3401), *Efimeris Tis Kyvernisseos (FEK)* (Tefchos A), 2005, 257, 4331

Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta, *Annettu Naantalissa 23 päivänä kesäkuuta*, 2005, 448/2005

Väärtpaperituru seaduse, Investeerimisfondide seaduse, Tagatisfondi seaduse ja asjaõigusseaduse muutmise seadus, *Riigi Teataja*, I, 2005, No 59, 464

Lov nr. 1460 af 22. december 2004 om værdipapirhandel m.v., *Lovtidende A*, numer 202, 29 december 2004, 9896

Bundesgesetz, mit dem das Kapitalmarktgesetz, das Börsegesetz, das Investmentfondsgesetz, das Wertpapaieraufsichtsgesetz und das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz geändert werden, *Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich*, Jahrgang 2005, 28. Juli 2005, Teil I, nr. 78

Zákon č. 56/2006 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, *Sbírka zákonů ČR*, 2006, 24, 738

Οι περί Αξιών και Χρηματιστηρίου Αξιών Κύπρου (Τροποποιητικός) (Αρ.3) (Νόμος του 2005), *ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ*, nr. 4031, 115(I)/2005

Οι περί Δημόσιας Προσφοράς και Ενημερωτικού Δελτίου (Νόμος του 2005), *ΕΠΙΣΗΜΗ ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ*, nr. 4031, 114(I)/2005

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisijos 2005 m. liepos 15 d. nutarimas Nr. 1K-21 dėl Vertybinių popierių prospekto rengimo ir tvirtinimo bei informacijos atskleidimo taisyklių patvirtinimo, *Valstybės žinios*, 28 juli 2005, Nr.91-3420; Lietuvos Respublikos vertybinių popierių rinkos įstatymo pakeitimo ir papildymo įstatymas Nr. X-270, *Valstybės žinios*, 12 juli 2005, Nr.84-3108

Consiglio dei Ministri, n. 42 del 7 marzo 2007

CSSF, Circulaire 5/225, *La notion d'offre au public de valeurs mobilières telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l' obligation de publier un prospectus pouvant en découler*, 16 december 2005

Decreto legislativo n. 51 del 28 marzo 2007 recante l'attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE, *Gazzetta Ufficiale*, 23 april 2007

VERENIGDE STATEN

President Roosevelt, *H.R. Rep. No. 73-85*, at 1-2 (1933)

Securities Act of 1933, 15 *U.S.C.* § 77a

Securities Exchange Act of 1934, 15 *U.S.C.* § 78a

House Report on the Securities Exchange Act of 1934, H.R. Rep. No. 73-1383, 1934

Investment Company Act of 1940

Securities Act Release No. 6383 47 Fed. Reg. 11380, 16 maart 1982;

Securities Act Release No. 6423 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 83250, 2 september 1982

Securities Act Release No. 6499, 48 Fed. Reg. 52889, 17 november 1983

Rule 134, *20 FR 6524*, 3 september 1955, gewijzigd via *23 FR 184*, 10 januari 1958; *37 FR 10073*, 19 mei 1972; *39 FR 39869*, 12 november 1974; *40 FR 27443*, 30 juni 1975; *43 FR 47495*, 16 oktober 1978; *44 FR 52818*, 10 september 1979; *47 FR 11433*, 16 maart 1982; *48 FR 19875*, 3 mei 1983; *58 FR 62029*, 23 november 1993; *61 FR 13956*, 13975, 23 maart 1996, *68 FR 57760*, 6 oktober 2003; *70 FR 44722*, 44800, 1 december 2005

Rule 135, *35 FR 18456*, 4 december 1970, gewijzigd via *47 FR 11433*, 16 maart 1982; *59 FR 21649*, 26 april 1994; *64 FR 61408*, 61449, 10 november 1999

Rule 137, *49 FR 37573*, 25 september 1984; *70 FR 44722*, 44802, 1 december 2005

Rule 163A, *70 FR 44722*, 44806, 1 december 2005

Rule 164, *70 FR 44722*, 44806, 1 december 2005

Rule 168, *70 FR 44722*, 44807, 1 december 2005

Rule 169(a), *70 FR 44722*, 44808, 1 december 2005

Rule 405, *47 FR 11435*, 16 maart 1982, gewijzigd via *47 FR 29840*, 9 juli 1982; *47 FR 39803*, 10 september 1982; *47 FR 54770*, 6 december 1982; *48 FR 12347*, 24 maart 1983; *48 FR 46738*, 14 oktober 1983; *50 FR 25216*, 18 juni 1985; *55 FR 23923*, 13 juni 1990; *57 FR 36472*, 13 augustus 1992; *58 FR 14669*, 14670, 18 maart 1993; *59 FR 67761*, 30 december 1994; *62 FR 26386*, 26388, 14 mei 1997; *62 FR 36450*, 36456, 8 juli 1997; *64 FR 11103*, 11116, 8 maart 1999; *64 FR 53900*, 53909, 5 oktober 1999; *67 FR 19671*, 19673, 23 april 2002; *70 FR 42234*, 42246, 21 juli 2005; *70 FR 44722*, 44810, 1 december 2005; *73 FR 934*, 968, 4 januari 2008

Rule 433, *70 FR 44722*, 44815, 1 december 2005

Rule 461, *47 FR 11444*, 16 maart 1982, gewijzigd bij *58 FR 18146*, 8 april 1993; *60 FR 26615*, 26617, 17 mei 1995; *62 FR 520*, 543, 3 januari 1997; *63 FR 6370*, 6385, 6 februari 1998

P. SARBANES, "The SEC: A New Era", 8 juni 2004, National Press Club

Rule 139, *49 FR 37573*, 25 september 1984, gewijzigd via *59 FR 21650*, 26 april 1994; *60 FR 6966*, 6 februari 1995; *70 FR 44722*, 44803, 3 augustus 2005; *71 FR 7411*, 7413, 13 februari 2006; *73 FR 934*, 967, 4 januari 2008

