

De EU Listing Act

Voorstellen tot herziening van de Europese regels voor beursnoteringen

*Mr. dr. S.B. Garcia Nelen en mr. L.M. Kivits**

De Europese Commissie heeft een voorstel gedaan voor een Listing Act. Hiermee beoogt zij de regels voor beursnoteringen in de EU te vereenvoudigen en te harmoniseren om een beursnotering in de EU aantrekkelijker te maken. In deze bijdrage bespreken de auteurs de belangrijkste voorstellen, de status daarvan en de gevolgen voor de praktijk.

1 Ter inleiding

De EU kende in 2022 een bruto binnenlands product van USD 16,6 biljoen en was daarmee, na de Verenigde Staten (USD 25,5 biljoen) en China (USD 18,1 biljoen), de derde economie ter wereld.¹ Dit is op zich een interessant feit, maar wordt met name relevant als de EU daadwerkelijk functioneert als één economische markt, zodat de lidstaten en inwoners van de EU kunnen profiteren van de voordelen van die markt. Op sommige gebieden, zoals wat het vrij verkeer van goederen en diensten betreft, is deze interne markt al behoorlijk ver ontwikkeld. De kapitaalmarkten zijn echter nog behoorlijk gefragmenteerd en daarmee inefficiënt. Zo heeft iedere lidstaat ten minste één beurs, waarop – in aanvulling op algemeen geldende EU-regels – lokale regelgeving van toepassing is. Die fragmentatie beperkt in bepaalde gevallen de liquiditeit en bemoeilijkt de toegang voor investeerders tot ondernemingen die effecten genoteerd hebben in de EU, met name op kleine, lokaal georiënteerde markten binnen de EU.² Mede hierdoor presteren kapitaalmarkten in de EU in algemene zin slechter dan die in de Verenigde Staten: van de totale wereldwijde marktkapitalisatie (lees: de totale waarde van alle ondernemingen) op aandelenbeurzen per 30 juni 2023 vertegenwoordigden Amerikaanse kapitaalmarkten 42,5%, bijna viermaal de totale waarde van de Europese kapitaalmarkten (11,1%).³ Een vergelijkbaar patroon is te zien in het aantal beursgangen: in 2021 vond 38% van alle beursgangen ter wereld plaats in de Verenigde Staten, tegen 11% in de EU.⁴

Dat de prestaties van Europese beurzen in algemene zin achterblijven bij (met name) Amerikaanse beurzen is voor de Europese Commissie (hierna: de Commissie) reden om maatregelen te nemen om de kapitaalmarkten in de EU aantrekkelijker te maken. Op 7 december 2022 publiceerde de Commissie daartoe zes wetgevingsvoorstellen.⁵ De voorstellen van de Commissie zijn te categoriseren in pakketten die zien op drie verschillende onderwerpen:

1. *clearing*;⁶
2. insolventie;⁷ en
3. beursnoteringen.⁸

In dit artikel bespreken wij het laatstgenoemde pakket: de voorstellen voor wijziging van de regels in verband met beursnoteringen. Dit pakket wordt door de Commissie aangeduid als de *Listing Act* (in het Nederlands ook wel: de Wet inzake beursnotering). De voorstellen voor wijziging van de regels over *clearing* en insolventie vallen buiten het bestek van dit artikel.

Dit artikel biedt een overzicht van de achtergronden, de totstandkoming, het doel en de inhoud van de Listing Act. Het biedt geen uitputtende behandeling van alle voorstellen in de Listing Act, maar beperkt zich tot de voorstellen die onzes inziens voor de praktijk het meest van belang zijn. Hoewel de Listing Act mede ziet op de notering van effecten zonder aandelenkarakter (zoals genoteerde obligaties), beperken wij ons in deze bijdrage tot de voorstellen die relevant zijn voor effecten met een aandelenkarakter. De Listing Act is op dit moment een wetgevingsvoorstel van de Commissie en de inhoud hiervan kan nog wijzigen. Wij gaan ook in op de standpunten van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie

* Mr. dr. S.B. Garcia Nelen is advocaat bij Greenberg Traurig te Amsterdam en universitair docent aan de Erasmus School of Law te Rotterdam. Mr. L.M. Kivits is advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam. Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

1 IMF Datamapper, te raadplegen via www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/EU/USA/CHN.
2 Zie ook Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report, 7 december 2022, SWD(2022)762 (hierna: Impact Assessment Report), p. 14.
3 SIFMA Research Quarterly: Equities, 26 juli 2023, te raadplegen via www.sifma.org/resources/research/research-quarterly-equities.
4 Impact Assessment Report, p. 15.

5 Zie voor het persbericht https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_7348.

6 Voorstel voor een richtlijn tot wijziging van de Richtlijnen 2009/65/EU, 2013/36/EU en (EU) 2019/2034 wat betreft de behandeling van het concentratierisico met betrekking tot centrale tegenpartijen en het risico van tegenpartijen bij centraal geclarede derivatentransacties van 7 december 2022, COM(2022) 698 en Voorstel voor een verordening tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 648/2012, (EU) nr. 575/2013 en (EU) 2017/1131 voor wat betreft maatregelen ter beperking van buitensporige blootstellingen aan centrale tegenpartijen uit derde landen en ter verbetering van de efficiëntie van de clearingmarkten in de Unie van 7 december 2022, COM(2022) 697.

7 Voorstel voor een richtlijn tot harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht van 7 december 2022, COM(2022) 702.

8 Zie over de voorstellen voor beursnoteringen par. 3 hierna.

(hierna: de Raad). De verwachting is dat de Listing Act in 2024 definitief zal worden vastgesteld.

2 Achtergronden en totstandkoming van de Listing Act

In 2015 kondigde de Commissie een actieplan aan dat zij omschreef als de kapitaalmarktunie (*capital markets union*, hierna: het Actieplan 2015).⁹ Dit plan is vernieuwd in 2020 (hierna: het Actieplan 2020).¹⁰ Het doel van de kapitaalmarktunie is te komen tot een geïntegreerde en goed functionerende Europese kapitaalmarkt. Dit is van belang voor het aantrekken van investeerders (de aanbodzijde van kapitaal) en het faciliteren van een gemakkelijke toegang tot die markt voor ondernemingen met een kapitaalbehoefte (de vraagzijde van kapitaal). Het kapitaalmarktunie-initiatief beoogt de werking van de Europese kapitaalmarkten te verbeteren en de fragmentatie in nationale markten tegen te gaan. Dit zou moeten bevorderen dat ondernemingen zich op andere wijze financieren dan door bankleningen en dat zij hun financieringsstructuur afstemmen op de groeifase van de onderneming. Dat zou weer moeten leiden tot meer gediversifieerde financieringsstructuren, wat risico's beperkt en ondernemingen helpt hun groeipotentieel te realiseren.¹¹ De Commissie acht structurele wijzigingen noodzakelijk, mede in het licht van de grote transitie op het gebied van duurzaamheid en digitalisering.¹² Overheidsinvesteringen en traditionele bankfinancieringen zijn voor die doeleinden niet toereikend, en er wordt veel verwacht van investeringen via publieke kapitaalmarkten.¹³ Het Actieplan 2020 formuleert tegen die achtergrond zestien acties om de volgende drie voornaamste doelstellingen te verwezenlijken:

1. een groen, digitaal, inclusief en veerkrachtig economisch herstel ondersteunen door financiering toegankelijker te maken voor Europese ondernemingen;
2. de EU een nog veiligere plaats maken om te sparen en beleggen op lange termijn;
3. de nationale kapitaalmarkten integreren tot een echte geïntegreerde markt (*single market*).¹⁴

De Commissie nam zich in het Actieplan 2020 voor de regels voor beursnoteringen te vereenvoudigen en zo de toegang tot financiering voor kleine en innovatieve ondernemingen te bevorderen.¹⁵ De Listing Act is een voorstel van de Commissie tot uitwerking hiervan.

De wens om beursgangen binnen de EU te stimuleren lag al verankerd in het Actieplan 2015. Dit zag in het bijzonder op mkbondernemingen.¹⁶ Deze groep ondernemingen omvat 99,8% van alle ondernemingen in de EU, waaronder innovatieve *scale-ups*.¹⁷ De Prospectusverordening¹⁸ bevat de mogelijkheid om gebruik te maken van een vereenvoudigd EU-groeipropectus (*EU growth prospectus*) voor aanbiedingen van effecten door mkb-ondernemingen en bepaalde andere ondernemingen die effecten genoteerd hebben op een zogenoemde 'mkb-groeimarkt' (*SME growth market*, waarbij SME staat voor *small and medium-sized enterprise*).¹⁹ Een mkb-groeimarkt is een type multilaterale handelsfaciliteit (*multilateral trading facility*, kortweg MTF) die geïntroduceerd werd in MiFID II.²⁰ Er bestaat (nog) geen mkb-groeimarkt in Nederland. mkb-ondernemingen kunnen hun effecten wel laten noteren aan een gereguleerde markt (zoals Euronext Amsterdam) of een reguliere MTF (waarvan er elf actief zijn in Nederland).²¹ Daarnaast kunnen mkb-ondernemingen hun effecten laten noteren op een mkb-groeimarkt of ander handelsplatform in het buitenland. In bijvoorbeeld Zweden en Italië zijn zeer actieve mkb-groeimarkten te vinden. Wij begrijpen dat een dergelijke markt in Nederland (nog) niet is opgericht omdat dit soort markten vooral gesteund moeten worden door investeringen door binnenlandse beleggers, die in Nederland tot op heden minder makkelijk te vinden zijn.

In 2019 is door het Europees Parlement en de Raad een verordening vastgesteld om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen (de *SME Listing Act*).²² Vervolgens heeft de Commissie in 2020 een *Technical Expert Stakeholder Group on SMEs* ingesteld om te adviseren over de wijze waarop beursgangen van mkb-ondernemingen kunnen worden bevorderd.²³ Deze expertgroep publiceerde in mei 2021 een aantal

⁹ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, 30 september 2015, COM(2015) 468.

¹⁰ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – Een nieuw actieplan, 24 september 2020, COM(2020) 590.

¹¹ Impact Assessment Report, p. 10.

¹² Actieplan 2020, p. 3.

¹³ Actieplan 2020, p. 3.

¹⁴ Actieplan 2020, p. 8.

¹⁵ Actieplan 2020, p. 10.

¹⁶ Op basis van art. 2 sub f Prospectusverordening (zoals hierna gedefinieerd) worden mkb-ondernemingen gedefinieerd als ondernemingen die (1) volgens de meest recente (geconsolideerde) jaarrekening aan ten minste 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 EUR 43 miljoen, en (c) een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste EUR 50 miljoen, ofwel (2) op basis van de slotkoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde marktkapitalisatie hadden van minder dan EUR 200 miljoen.

¹⁷ Het genoemde percentage is per 2019, zie <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/digpub/keyfigures/>. Zie ook Actieplan 2015, p. 13 e.v.

¹⁸ Verordening (EU) 2017/1129 van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

¹⁹ Art. 15 Prospectusverordening.

²⁰ Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU.

²¹ Zie www.afm.nl/en/sector/registers/vergunningenregisters/handelsplatformen.

²² Verordening (EU) 2019/2115 van 27 november 2019 tot wijziging van Richtlijn 2014/65/EU en de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft.

²³ Wijzigingsvoorstel Verordeningen (zoals hierna gedefinieerd), p. 14.

aanbevelingen in een rapport met als ondertitel *Making listing cool again*.²⁴ De Listing Act bevat onder andere maatregelen die het gebruik van de beurs door mkb-ondernemingen moeten vergemakkelijken. Los daarvan worden ook andere Europese initiatieven ontplooid, zoals een *SME IPO Fund*, een fonds van publieke middelen dat als *anchor investor* investeert in beursgangen van mkb-ondernemingen.²⁵

De Commissie heeft een consultatie gehouden om de standpunten van belanghebbenden te peilen over de wijze waarop de aantrekkelijkheid van Europese beurzen kan worden vergroot.²⁶ Zoals gebruikelijk bij dit soort wetgevingstrajecten heeft de Commissie tevens een Impact Assessment Report opgesteld, dat zij vervolgens heeft aangeboden aan de Raad voor Regelgevingstoetsing.²⁷ De aanwijzingen van de Raad voor Regelgevingstoetsing zijn verwerkt in het finale Impact Assessment Report, dat op dezelfde dag als de Listing Act is gepubliceerd.

3 Doel en inhoud van de Listing Act

De Listing Act betreft een pakket van drie voorstellen:

1. een voorstel voor een verordening tot wijziging van de Prospectusverordening, de Verordening Marktmissbruik²⁸ en MiFIR²⁹ (hierna: het Wijzigingsvoorstel Verordeningen);³⁰
2. een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van MiFID II en tot intrekking van de Noteringsrichtlijn³¹ (hierna: het Wijzigingsvoorstel MiFID II);³² en
3. een voorstel voor een richtlijn betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een

24 Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again, finaal rapport van de Technical Expert Stakeholder Group on SMEs, mei 2001.

25 Wijzigingsvoorstel Verordeningen (zoals hierna gedefinieerd), p. 9; Impact Assessment Report, p. 12.

26 Wijzigingsvoorstel Verordeningen (zoals hierna gedefinieerd), p. 15.

27 In het Impact Assessment Report beoordeelt de Commissie of er een noodzaak is voor regelgeving, en zo ja, hoe die eruit zou moeten zien. Het Impact Assessment Report is op 10 juni 2022 aangeboden aan de Raad voor Regelgevingstoetsing en vervolgens beoordeeld met een voorwaardelijk positief advies.

28 Verordening (EU) 596/2014 van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG.

29 Verordening (EU) 600/2014 van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

30 Voorstel voor een Verordening tot wijziging van de Verordeningen (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 en (EU) nr. 600/2014 om publieke kapitaalmarkten in de Unie aantrekkelijker te maken voor ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen te vergemakkelijken, 7 december 2022, COM(2022) 762.

31 Richtlijn 2001/34/EG 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.

32 Voorstel voor een Richtlijn tot wijziging van Richtlijn 2014/65/EU met als doel de publieke kapitaalmarkten in de Unie aantrekkelijker te maken voor ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen te vergemakkelijken, en tot intrekking van Richtlijn 2001/34/EG, 7 december 2022, COM(2022) 760.

mkb-groeimarkt verzoeken (hierna: het Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht).³³

Het voornaamste doel van de Listing Act is om de regelgevings- en nalevingskosten van een beursnotering te vermindere en zo het noteringsproces te stroomlijnen en te verduidelijken, terwijl een passend niveau van beleggersbescherming en marktintegriteit wordt gewaarborgd.³⁴ Dat doel wordt nagestreefd door (1) de regelgevingslast te verlichten waar deze op een kostenefficiëntere wijze kan worden ingericht, en (2) de flexibiliteit te vergroten om de stemrechtverhoudingen na de beursgang in te richten.³⁵ De voorstellen zijn specifiek gericht op de regelgevingslast die in twee tijdsvakken ontstaat: tijdens de beursgang en na de beursgang.³⁶ Wij bespreken hierna de belangrijkste voorstellen. Deze zien op het prospectusregime (par. 4), het marktmissbruikregime (par. 5) en andere relevante wetgeving (par. 6).

4 Voorstellen tot herziening van het prospectusregime

4.1 Algemene observaties bij de bestaande prospectusplicht

Wanneer in de EU effecten (zoals aandelen) worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt dient in beginsel een prospectus te worden gepubliceerd.³⁷ Deze verplichting rust op degene die de aanbieding doet of de toelating tot de handel verzoekt. Dit zal in de praktijk vrijwel altijd door of met medewerking van de vennootschap (ook wel: uitgevende instelling) gebeuren, maar dat hoeft niet het geval te zijn.³⁸ De Prospectusverordening en de Gedelegeerde Prospectusverordening³⁹ bevatten gedetailleerde bepalingen over welke informatie in een prospectus moet worden opgenomen. Het doel van deze informatieplicht is potentiële beleggers te informeren over de uitgevende instelling, de aangeboden effecten en de daaraan verbonden risico's, zodat zij een geïnformeerde investeringsbeslissing kunnen nemen. De verplichting om een prospectus te publiceren geldt 'in beginsel', in de zin dat de Prospectusverordening uitzonderingen op en vrijstellingen van de prospectusplicht bevat voor bepaalde aanbiedingen van effecten en toelatingen tot de handel.⁴⁰

33 Voorstel voor een Richtlijn betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een mkb-groeimarkt verzoeken, 7 december 2022, COM(2022) 761.

34 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 6.

35 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 2.

36 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 2.

37 Art. 3 lid 1 en 3 Prospectusverordening.

38 Bijv. bij een aanbieding door een aandeelhouder van de vennootschap.

39 Gedelegeerde verordening (EU) 2019/980 van de Commissie van 14 maart 2019 tot aanvulling van Verordening (EU) 2017/1129 wat betreft de vorm, de inhoud, de controle en de goedkeuring van het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, en tot intrekking van Verordening (EG) nr. 809/2004.

40 Art. 1 lid 3, 4 en 5 en art. 3 lid 2 Prospectusverordening.

Het opstellen van een prospectus (en met name een standaardprospectus zoals doorgaans vereist is in het kader van een beursgang) is een kostbaar en tijdrovend proces. Veelal zijn bestuurders, commissarissen en een selecte groep werknemers van de uitgevende instelling betrokken bij het prospectustraject, waarin zij worden bijgestaan door juridische, financiële en andere adviseurs. Een prospectus bevat niet alleen informatie over de aangeboden effecten, het proces en de voorwaarden van de aanbieding en de financiële resultaten van de uitgevende instelling (informatie die grotendeels door adviseurs kan worden opgesteld), maar bijvoorbeeld ook gedetailleerde informatie over de activiteiten van de uitgevende instelling en de markt waarin zij opereert.

In de praktijk leidt de hoeveelheid tijd en kosten die gepaard gaan met een prospectustraject tot onvrede. In de consultatie voor de Listing Act merkte een groot deel van de respondenten op dat de prospectusregels tot een onevenredige last leiden die niet in redelijke verhouding staat tot de doelstellingen van de Prospectusverordening, namelijk het beschermen van beleggers en waarborgen van het vertrouwen in de kapitaalmarkt.⁴¹ Dit is volgens deze respondenten een belangrijke verklaring voor de beperkte aantrekkelijkheid van een beursnotering in de EU. Dat geldt met name voor mkb-ondernemingen. De lasten van een beursgang zijn vergelijkbaar voor verschillende soorten ondernemingen, en daarmee dus relatief gezien hoger voor kleinere ondernemingen.⁴² Het hiervoor genoemde EU-groeiopropectus⁴³ adresseert deze zorgen onvoldoende.⁴⁴ De disproportionele informatieverplichtingen leiden tot lange prospectussen, die ook weer zorgen voor hoge kosten voor investeerders die deze informatie moeten bestuderen en analyseren.⁴⁵

Hierna bespreken wij de voorstellen in de Listing Act die zien op het versoepelen van de prospectusverplichtingen. Terzijde merken wij op dat het inmiddels bekende fenomeen van de *special purpose acquisition company* (SPAC) gezien kan worden als een instrument dat de markt ontwikkeld heeft om (deels) dezelfde zorgen te adresseren. Hoewel de SPAC-markt thans een stuk minder actief is dan in 2021, blijft dit wat ons betreft onder omstandigheden een relevant en effectief alternatief voor een reguliere beursgang.⁴⁶ De Listing Act bevat geen specifieke voorstellen voor SPAC's.

4.2 Voorgestelde uitbreiding van vrijstellingen van de prospectusplicht

4.2.1 Geharmoniseerde vrijstelling voor kleine aanbiedingen

De huidige Prospectusverordening is niet van toepassing op aanbiedingen van minder dan EUR 1 miljoen (berekend over een periode van twaalf maanden).⁴⁷ Daarnaast kunnen lidstaten onder de Prospectusverordening aanbiedingen in de EU van niet meer dan EUR 8 miljoen, berekend over een periode van twaalf maanden, vrijstellen van de prospectusplicht.⁴⁸ Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen vervangt deze twee regelingen door één geharmoniseerde (niet-discretionaire) vrijstellingsdrempel voor aanbiedingen van niet meer dan EUR 12 miljoen, berekend over een periode van twaalf maanden.⁴⁹ Lidstaten kunnen op nationaal niveau andere openbaarmakingsvereisten opleggen, voor zover deze vereisten geen onevenredige of onnodige last vormen.

Dit lijkt ons een goede wijziging. Het huidige regime werkt met twee drempels, waarvan de lagere drempel zeer laag is en de hogere drempel nog altijd behoorlijk laag. Dit kan ook voor kleine aanbiedingen tot een prospectusplicht leiden, waardoor de kosten niet in verhouding staan tot de opbrengsten. Bovendien kan de hogere drempel verschillen per lidstaat, hetgeen niet bevorderlijk is voor de geïntegreerde markt. Voor Nederland zou de maatregel leiden tot een verhoging van de vrijstellingsdrempel van EUR 5 miljoen naar EUR 12 miljoen.⁵⁰ Onder de huidige Nederlandse wetgeving dienen aanbiedingen die onder deze prospectusvrijstelling vallen wel te worden gemeld bij de Nederlandse bevoegde autoriteit, de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM).⁵¹ Daarbij dient ook een gestandaardiseerd informatiedocument te worden opgesteld en gepubliceerd conform een format dat is opgenomen in bijlage A bij de Vrijstellingsregeling Wft. Anders dan een prospectus toetst de AFM dit informatiedocument niet voorafgaand aan de publicatie daarvan. Daardoor kan een aanbieding onder deze vrijstellingsregeling relatief snel plaatsvinden. Indien de Listing Act wordt vastgesteld, ligt het voor de hand dat de vrijstellingsgrond in de Vrijstellingsregeling Wft wordt aangepast en dat de verplichting tot het melden van de aanbieding en het opstellen van het informatiedocument van toepassing wordt verklaard op aanbiedingen met een totale waarde tot de verhoogde drempel van EUR 12 miljoen.

4.2.2 Uitbreiding van de vrijstellingen voor vervolgemissies

Indien een beursvennootschap op enig moment nieuw kapitaal wil aantrekken door nieuwe aandelen uit te geven en toe te laten tot de handel (een vervolgemissie), dient zij in beginsel een nieuw, al dan niet vereenvoudigd, prospectus te publice-

⁴¹ Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 4 en 13.

⁴² Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 13.

⁴³ Zie par. 2.1 hiervoor.

⁴⁴ Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 4.

⁴⁵ Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 4.

⁴⁶ In 2022 en 2023 hebben tot nu toe zes ondernemingen een beursgang op Euronext Amsterdam gerealiseerd door middel van een *business combination* met een SPAC.

⁴⁷ Art. 1 lid 3 Prospectusverordening.

⁴⁸ Art. 3 lid 2 sub b Prospectusverordening.

⁴⁹ Art. 1(1)(a) en 1(3) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

⁵⁰ Art. 5:4 Wft en art. 53 Vrijstellingsregeling Wft.

⁵¹ Art. 53 lid 3 Vrijstellingsregeling Wft.

ren. Hierdoor wordt voorkomen dat nieuwe beleggingsbeslissingen gebaseerd zijn op achterhaalde informatie. Dit vereiste geldt tenzij een of meer vrijstellingen van toepassing zijn. Een vrijstelling die veel gebruikt wordt voor de toelating tot de handel vereist dat de toe te laten effecten inwisselbaar (in de woorden van de Prospectusverordening: ‘fungibel’) zijn met effecten die reeds tot de handel op dezelfde gereglemeenteerde markt zijn toegelaten en minder dan 20% vertegenwoordigen van de tot die markt toegelaten effecten over een periode van twaalf maanden.⁵² Die 20% geldt ook als maximumdrempel om zonder prospectus aandelen te noteren die resulteren uit de conversie, omwisseling of uitoefening van andere rechten.⁵³

Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen verhoogt de vrijstellingsdrempel voor de toelating tot de handel van 20% tot 40% en verklaart deze vrijstelling ook van toepassing op de aanbidding van effecten.⁵⁴ De vrijstelling voor aanbiedingen zou gaan gelden voor effecten die worden genoteerd aan een gereglemeenteerde markt of een mkb-groeimarkt en inwisselbaar zijn met effecten die al zijn genoteerd aan dezelfde markt. De vrijstelling voor de toelating tot de handel blijft slechts vereist voor effecten die genoteerd zijn aan een gereglemeenteerde markt, omdat de prospectusverplichting enkel geldt voor een toelating tot de handel op een dergelijke markt; voor een mkb-groeimarkt is die vrijstelling dus niet nodig.⁵⁵ De maximumdrempel om zonder prospectus aandelen te noteren die resulteren uit de conversie, omwisseling of uitoefening van andere rechten wordt ook op 40% gesteld.⁵⁶

In aanvulling op het voorgaande introduceert het Wijzigingsvoorstel Verordeningen een geheel nieuwe vrijstellingsgrond. Deze geldt voor een aanbidding van effecten die inwisselbaar zijn met effecten die gedurende achttien maanden zijn toegelaten tot de handel op een gereglemeenteerde markt of een mkb-groeimarkt, mits:

1. de effecten niet worden aangeboden in verband met een overname door middel van een ruilbod, een fusie of een splitsing;
2. de uitgevende instelling niet in staat van insolventie verkeert of onderworpen is aan een herstructureringsprocedure; en
3. de uitgevende instelling een eenvoudig informatiedocument publiceert.⁵⁷

Voor zover tevens sprake is van een notering van de aangeboden effecten op een gereglemeenteerde markt, geldt hiervoor eenzelfde vrijstelling.⁵⁸ Voor de notering van effecten op een mkb-groeimarkt geldt, zoals hiervoor opgemerkt, nooit een prospectusplicht.

Deze nieuwe vrijstellingsgrond bevat geen limiet voor de hoeveelheid nieuwe effecten die onder de vrijstelling vallen, en is ook van toepassing op uitgevende instellingen die willen overstappen van een mkb-groeimarkt naar een gereglemeenteerde markt.⁵⁹ Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen bevat nadere richtlijnen over de inhoud van het informatiedocument, dat een paginalimiet van 10 pagina's heeft.⁶⁰ Het document dient bij de nationale bevoegde autoriteit (in Nederland: de AFM) te worden ingediend en bevat (1) de verklaring dat de uitgevende instelling voldoet aan de doorlopende en periodieke rapportage- en transparantieplichtingen, en (2) overige specifieke informatie over de aanbidding en de notering.⁶¹ Het informatiedocument wordt voorafgaand aan publicatie niet getoetst door de nationale bevoegde autoriteit.⁶²

4.2.3 Het EU-vervolgprospectus

Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen introduceert ook een nieuw type prospectus: het EU-vervolgprospectus.⁶³ Dit vereenvoudigd prospectusregime lijkt op het *EU recovery prospectus* dat in de nasleep van de COVID-19-pandemie werd ingevoerd en dat per 31 december 2022 is vervallen.⁶⁴ Het EU-vervolgprospectus is een vereenvoudigd prospectus van maximaal 50 pagina's. Het kan worden gebruikt voor een aanbidding van effecten of een toelating tot de handel van effecten aan een gereglemeenteerde markt door (a) uitgevende instellingen waarvan de effecten gedurende ten minste achttien maanden op een gereglemeenteerde markt of een mkb-groeimarkt zijn toegelaten, of (b) aanbieders van effecten die gedurende ten minste achttien maanden tot de handel op een gereglemeenteerde markt of een mkb-groeimarkt zijn toegelaten. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen bevat richtlijnen voor de inhoud van het EU-vervolgprospectus.⁶⁵

Het EU-vervolgprospectus kan worden gebruikt door uitgevende instellingen of andere aanbieders van effecten in gevallen waarin geen vrijstellingen beschikbaar zijn. Ook kan het worden gebruikt indien de voorkeur gegeven wordt aan een goedgekeurd document, aangezien het EU-vervolgprospectus, anders dan het informatiedocument, door de nationale bevoegde autoriteit dient te worden goedgekeurd. Het EU-vervolgprospectus vervangt de huidige vereenvoudigde openbaarmakingsregeling, opgenomen in artikel 14 Prospectusverordening. Deze regeling wordt door de praktijk als te dwingend ervaren en vormt in de kern geen wezenlijk verschil met de regeling voor het standaardprospectus.⁶⁶

De hiervoor beschreven uitbreiding van vrijstellingen en invoering van het EU-vervolgprospectus zijn een verbetering ten

52 Art. 1 lid 5 sub a Prospectusverordening.

53 Art. 1 lid 5 sub b Prospectusverordening.

54 Art. 1(b)(i)(da) en 1(c)(i)(1)(a) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

55 Art. 1 lid 5 Prospectusverordening.

56 Art. 1(1)(c)(1)(b) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

57 Art. 1(b)(i)(db) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

58 Art. 1(c)(2) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

59 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 19.

60 Art. 1(b)(iv) en 1(c)(iii) en Annex IX Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

61 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 19.

62 Annex IX, onderdeel III Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

63 Art. 1(12) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

64 Dit regime is geëindigd per 31 december 2022, zie art. 47a Prospectusverordening.

65 Art. 1(12) en Annexen IV en V Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

66 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 39.

opzichte van de huidige starre praktijk waarbij ondernemingen die lange tijd genoteerd zijn, en dus aan verstrekkende transparantie-eisen voldoen, alsnog een vrij uitgebreid prospectus moeten publiceren. Daarvoor is wat ons betreft geen rechtvaardiging gelet op de ratio en de doelstellingen van de prospectusregels. Dat betekent ook dat met deze voorgestelde wijzigingen, wat ons betreft, de belangen van beleggers niet worden geschaad.⁶⁷

In de praktijk zullen diverse overwegingen een rol spelen bij de keuze voor een volledig prospectus, een EU-vervolgprospectus of een informatiedocument. De voornaamste voordelen van een informatiedocument zijn dat het makkelijk te produceren is en dat het niet wordt goedgekeurd door de nationale bevoegde autoriteit. Dit scheelt tijd en kosten. Tegelijkertijd brengt de afwezigheid van voorafgaande toetsing het risico met zich dat deze autoriteit na openbaarmaking van het informatiedocument meent dat het onjuiste informatie bevat of onvolledig is, en dat derhalve in strijd is gehandeld met de Prospectusverordening. De betrokken partijen kunnen ook een voorkeur hebben voor een goedgekeurd prospectus, omdat dit een extra stempel van controle biedt naar de markt. Tevens kan dan gebruik worden gemaakt van de ‘paspoortregeling’ indien het mede gaat om een aanbieding of toelating tot de handel van effecten in andere lidstaten.⁶⁸ Het genoemde risico dat achteraf discussie ontstaat of een informatiedocument aan de vereisten voldoet wordt daarmee weggenomen. Tot slot speelt niet alleen het Europees recht hier een rol. In veel gevallen zullen ondernemingen kapitaal willen ophalen bij investeerders buiten de EU, in het bijzonder in de Verenigde Staten. Dit kan ook relevant zijn voor ondernemingen die technisch kwalificeren als mkb-onderneming.⁶⁹ In dat soort gevallen moet ook rekening worden gehouden met de regelgeving en praktijk van die jurisdicties buiten de EU, waaraan vereenvoudigde regimes zoals het informatiedocument en het EU-vervolgprospectus niet in alle gevallen zullen voldoen. In de praktijk was het daarom de afgelopen jaren vaak niet mogelijk om een aanbieding in de Verenigde Staten te doen op basis van een

vereenvoudigd prospectusregime.⁷⁰ Wij verwachten dat ook de in de Listing Act voorgestelde vereenvoudigde regimes in veel gevallen niet voldoende zullen zijn voor aanbiedingen in de Verenigde Staten. Indien de betreffende vennootschap daar toch kapitaal wil ophalen, zal zij een volledig prospectus moeten opstellen.

4.2.4 *Het EU-groei-emissiedocument*

Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen beoogt het bestaande EU-groei-prospectus⁷¹ te vervangen door een EU-groei-emissiedocument (*EU growth issuance document*).⁷² Dit document moet worden gebruikt voor aanbiedingen van effecten door:

1. mkb-ondernemingen;
2. uitgevende instellingen die niet kwalificeren als mkb-onderneming maar waarvan de effecten wel toegelaten zijn of worden tot een mkb-groeiemarkt;
3. uitgevende instellingen, anders dan hiervoor onder 1 en 2 genoemd, indien de totale waarde van de aangeboden effecten berekend over een periode van twaalf maanden minder is dan EUR 50 miljoen, de door hen uitgegeven effecten niet worden verhandeld op een MTF en zij ten hoogste 499 werknemers hebben; en
4. aanbieders van effecten die uitgegeven zijn door ondernemingen als bedoeld onder 1 en 2.

Deze regeling is enkel van toepassing indien zij (zo leest het Wijzigingsvoorstel Verordeningen, maar bedoeld is kennelijk: de uitgevende instelling die de effecten heeft uitgegeven, wat niet in alle gevallen de aanbieder zal zijn) geen effecten heeft toegelaten tot een gereglementeerde markt. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen bepaalt dat het EU-groei-emissiedocument zal bestaan uit ten hoogste 75 pagina's en geeft richtlijnen voor de inhoud daarvan.⁷³ Het EU-groei-emissiedocument dient te worden goedgekeurd door de nationale bevoegde autoriteit.⁷⁴

Een belangrijke wijziging ten opzichte van het huidige EU-groei-prospectus is dat de Commissie het EU-groei-emissiedocument verplicht wil stellen in de hiervoor genoemde situaties, terwijl het EU-groei-prospectus een optioneel verlicht regime faciliteert. Op deze verplichting zullen twee uitzonderingen gelden. Ten eerste is geen EU-groei-emissiedocument

⁶⁷ Zie voor een nadere toelichting par. 7.

⁶⁸ Op grond van de paspoortregeling, opgenomen in art. 24 Prospectusverordening, is een prospectus dat is goedgekeurd door de bevoegde autoriteit van een lidstaat geldig voor de aanbieding of toelating tot de handel van effecten in alle lidstaten, zonder administratieve of goedkeuringsprocedures in die lidstaten, indien de ESMA en de bevoegde autoriteiten van de lidstaten waarin de aanbieding of toelating tot de handel wordt verzocht een goedkeuringsverklaring en een elektronisch afschrift van het prospectus hebben ontvangen, overeenkomstig art. 25 Prospectusverordening.

⁶⁹ Zie ook par. 2.

⁷⁰ De praktische mogelijkheid van een aanbieding aan institutionele beleggers in de Verenigde Staten wordt in algemene zin bepaald door de vraag of een vrijstelling beschikbaar is voor het registratievereiste onder de US Securities Act 1933. In bepaalde gevallen kan een vereenvoudigd prospectus voor een dergelijke vrijstelling in aanmerking komen, maar de meest voorkomende vrijstelling (Rule 144A) is daarvoor doorgaans niet beschikbaar. Het voert te ver om hier in detail in te gaan op deze materie, maar het is van belang dat door deze complicatie de meest eenvoudige juridische route niet altijd de gewenste opties biedt vanuit een commercieel perspectief.

⁷¹ Art. 15 Prospectusverordening.

⁷² Art. 1(14) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

⁷³ Art. 1(14), onder 2 t/m 4 en Annexen VII en VIII Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

⁷⁴ Annex VII, onderdeel III(2) en Annex VIII, onderdeel III(2) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

vereist indien een vrijstelling geldt voor het prospectusregime (op basis van art. 1 lid 4 of 3 lid 2 Prospectusverordening). Ten tweede mag de mkb-onderneming of andere uitgevende instelling ervoor kiezen om in plaats van een EU-groei-emissiedocument een EU-vervolgprospectus op te stellen indien haar effecten ten minste achttien maanden zijn toegelaten tot een mkb-groeiemarkt en zij nog geen effecten heeft toegelaten tot een gereguleerde markt.

Een van de redenen voor de verplichtstelling van een EU-groei-emissiedocument is kennelijk om te voorkomen dat adviseurs ondernemingen ervan overtuigen het volledige prospectus te gebruiken.⁷⁵ Deze redenering miskent dat doorgaans (als het goed is) een reden bestaat voor de voorkeur voor een volledig prospectus. Zoals hiervoor in paragraaf 4.2.3 opgemerkt spelen bij de keuze voor een bepaald type document verschillende afwegingen een rol. Zo is een EU recovery prospectus doorgaans niet geschikt voor een aanbieding in de Verenigde Staten. Aangenomen dat datzelfde zal gelden voor een EU-groei-emissiedocument, maakt deze verplichtstelling het onmogelijk voor bedrijven die technisch kwalificeren als mkb-ondernemingen om (mede) een aanbieding in de Verenigde Staten te doen. Met name innovatieve groeibedrijven zullen dit doorgaans wel willen doen, omdat er meer aanbod van kapitaal is op de Amerikaanse markt. Daarom vinden wij de verplichtstelling geen goed idee. Los daarvan zou in de Prospectusverordening verduidelijkt moeten worden dat de paspoortregeling ook van toepassing is op een EU-groei-emissiedocument, hetgeen nu niet volgt uit het Wijzigingsvoorstel Verordeningen. Daarmee wordt voorkomen dat hetzelfde EU-groei-emissiedocument in alle lidstaten waar een aanbieding plaatsvindt opnieuw dient te worden goedgekeurd.

4.3 Gestandaardiseerd format voor een standaardprospectus

In de praktijk wordt in veel gevallen een standaardprospectus gepubliceerd. In de Gedelegeerde Prospectusverordening is vrij gedetailleerd voorgeschreven welke informatie daarin moet worden opgenomen. Momenteel kan de opsteller zelf bepalen in welke volgorde deze informatie wordt verwerkt. Omdat de praktijk in zekere mate uitgaat van precedentwerking, hebben prospectussen doorgaans een vergelijkbare hoofdstukvolgorde. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen legt deze praktijk wettelijk vast door een vaste hoofdstukvolgorde voor te schrijven. Daarnaast wordt een paginalimiet van 300 pagina's geïntroduceerd voor standaardprospectussen voor een aanbieding van aandelen. Deze paginalimiet ziet ook op met aandelen vergelijkbare effecten, zoals certificaten van aandelen, maar is niet van toepassing op andere soorten (complexe) instrumenten.⁷⁶ Een prospectus voor de beursgang van een SPAC, waarbij ook instrumenten die niet vergelijkbaar zijn met aandelen (zoals *units* en *warrants*) worden aangebo-

den en genoteerd, is daarmee wat ons betreft niet gebonden aan de paginalimiet.

Het is opmerkelijk dat de Listing Act niet ingaat op de kritiek op het voorstel tot het instellen van een paginalimiet in het door de European Securities and Markets Authority (ESMA) gepubliceerde *peerreview*-rapport van 21 juli 2022.⁷⁷ Een voor de peerreview opgerichte ad-hoccommissie is van oordeel dat een paginalimiet niet de juiste manier is om het voor investeerders makkelijker te maken om op basis van een prospectus een investeringsbeslissing te nemen. Het zou te moeilijk zijn een paginalimiet vast te stellen vanwege de grote variatie in type transacties waarvoor een prospectus moet worden gepubliceerd. Daarnaast zou het instellen van een paginalimiet kunnen leiden tot verschillende benaderingen door bevoegde autoriteiten met betrekking tot mogelijke verlengingen van de paginalimiet. Ook is het invoeren van een paginalimiet volgens de commissie niet effectief indien meer informatie door middel van verwijzing in het prospectus kan worden opgenomen.⁷⁸ Deze informatie vormt door verwijzing een integraal onderdeel van het prospectus en zal door potentiële beleggers daarom toch moeten worden bestudeerd.

Naast de introductie van een vaste hoofdstukvolgorde en paginalimiet, vindt ook een verscherping plaats in de regeling omtrent het opnemen van risicofactoren in een prospectus. Onder de Prospectusverordening moeten materiële en specifieke risicofactoren in volgorde van materialiteit in het prospectus worden opgenomen. De vereiste volgordelijkheid komt onder de Listing Act te vervallen omdat dit te ingewikkeld en belastend zou zijn voor uitgevende instellingen. Daarnaast wordt in de voorgestelde wijziging van artikel 16 Prospectusverordening expliciet opgenomen dat een prospectus niet gevuld mag worden met algemene risicofactoren die slechts als disclaimer dienen of de specifieke risicofactoren waarvan beleggers zich bewust moeten zijn kunnen verdoezelen.⁷⁹ Dit is grotendeels in lijn met de geldende ESMA-richtlijnen.⁸⁰

In aanvulling op de hiervoor beschreven wijzigingen voorziet de Listing Act ook in wijzigingen op andere prospectusonderdelen, zoals de openbaarmaking van ESG-gerelateerde informatie. Voor aandelenprospectussen levert dit geen extra werk op; daarvoor kan worden volstaan met het opnemen door verwijzing van de (geconsolideerde) bestuursverslagen waarin de duurzaamheidsverslaggeving is opgenomen, inclusief de infor-

⁷⁵ Overweging 29 Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

⁷⁶ Vgl. overweging 16 Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

⁷⁷ ESMA, Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, 21 juli 2022.

⁷⁸ ESMA 2022, p. 36-37.

⁷⁹ Hetgeen nu ook al (zij het minder expliciet) geldt op grond van het eerste lid van art. 16 Prospectusverordening, waarin is bepaald dat de risicofactoren die zijn opgenomen in een prospectus specifiek moeten zijn voor de uitgevende instelling en/of de effecten.

⁸⁰ ESMA, Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 1 oktober 2019, p. 9-12.

matie die gerapporteerd moet gaan worden onder de Corporate Sustainability Reporting Directive.⁸¹

Het Europees Economisch en Sociaal Comité (het EESC), dat advies heeft uitgebracht over de Listing Act, is enthousiast over het voornemen om de inhoud van het prospectus te stroomlijnen.⁸² Volgens het EESC zou dit de kosten en lasten voor uitgevende instellingen aanzienlijk verminderen. Hoewel ook wij deze wijzigingen van de Prospectusverordening toejuichen, verwachten wij dat deze in Nederland niet tot aanzienlijke kostenbesparingen zullen leiden. Zoals gezegd volgen prospectussen in Nederland momenteel al een zeker format op basis van *market practice*. Daarnaast komen prospectussen van meer dan 300 pagina's ook nu al niet veel voor in Nederland, in tegenstelling tot in sommige andere landen, zoals Duitsland. Wel verwachten wij dat deze regels zullen leiden tot een meer eenvormige marktpraktijk binnen de EU. Een bijkomend voordeel daarvan kan zijn dat prospectussen binnen de EU makkelijker te vergelijken zijn voor investeerders, wat de onderzoekskosten verlaagt en het aantrekkelijker zou kunnen maken om te investeren in ondernemingen in de EU.

4.4 Het goedkeuringstraject en overige procedurele regelingen

Bevoegde autoriteiten dienen een prospectus te controleren op volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid.⁸³ De Prospectusverordening zet al in op harmonisatie van het goedkeuringstraject tussen de bevoegde autoriteiten in de lidstaten, bijvoorbeeld door te bepalen dat de ESMA gehouden is om op regelmatige basis peerreviews te verrichten en over de uitkomsten te rapporteren.⁸⁴ Op grond van signalen uit de praktijk blijkt dat deze harmonisatie momenteel als onvoldoende wordt ervaren. Zo merkt een meerderheid van de respondenten in de consultatieprocedure op dat volgens hen geen afstemming bestaat met betrekking tot de wijze waarop de nationale bevoegde autoriteiten prospectussen beoordelen.⁸⁵ Uit analyses volgt daarnaast dat de lengte van goedgekeurde prospectussen in de lidstaten sterk uiteenloopt.⁸⁶

Ook uit het door de ESMA gepubliceerde peerreview-rapport blijkt dat grote verschillen bestaan in de manier waarop bevoegde autoriteiten het goedkeuringstraject behandelen.⁸⁷ Volgens dit rapport kunnen sommige van deze verschillen ook in-

vloed hebben op het vermogen van ondernemingen om kapitaal aan te trekken, zoals verschillen in communicatie tussen bevoegde autoriteiten en uitgevende instellingen, verschillen in de duur van het goedkeuringstraject en verschillen tussen bevoegde autoriteiten in het geven van vergaand inhoudelijk commentaar, zoals een verzoek om bepaalde risicofactoren uit het prospectus te verwijderen.⁸⁸

Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen kent aan de Commissie de bevoegdheid toe om in gedelegeerde handelingen specifieke voorschriften omtrent het goedkeuringstraject op te nemen. Zo zal in gedelegeerde handelingen kunnen worden bepaald (1) wanneer een bevoegde autoriteit aanvullende criteria voor de controle van het prospectus mag hanteren en het soort aanvullende informatie dat in die omstandigheden mag worden gevraagd, (2) de maximumtermijn voor een bevoegde autoriteit om de controle van het prospectus af te ronden en tot een besluit te komen over de goedkeuring van het prospectus of de weigering van goedkeuring en de beëindiging van het toetsingsproces, en (3) de gevolgen voor een bevoegde autoriteit die geen besluit over het prospectus neemt binnen de in de Prospectusverordening vastgestelde termijnen.⁸⁹ Onduidelijk is hoe deze gedelegeerde handelingen zich gaan verhouden tot de algemene richtlijnen van artikel 20 Prospectusverordening. Dit zou in die handelingen moeten worden verduidelijkt.

Van belang voor de praktijk is dat de Commissie voorstelt om de minimumtermijn tussen de publicatie van een prospectus en het einde van een aanbieding van aandelen bij een beursgang te verkorten van zes naar drie dagen.⁹⁰ Deze maatregel moet een snelle *bookbuilding* (het proces van inschrijving op aandelen) vergemakkelijken. Hoewel een *bookbuilding*-periode van twee weken vroeger niet ongebruikelijk was, is deze in het digitale tijdperk steeds korter geworden. In de praktijk is een *bookbuilding*-periode van minder dan zes dagen reeds mogelijk indien het gaat om een beursgang waarbij enkel aandelen worden aangeboden aan gekwalificeerde (lees: professionele) beleggers.⁹¹

Tot slot merken wij op dat de opzet van het gelijkwaardigheidsregime (*equivalence*) wordt gewijzigd. Uitgevende instellingen van een niet-EU-lidstaat (*third country issuers*, hierna: niet-EU-vennootschappen) hebben de mogelijkheid om effecten aan te bieden in de EU en die effecten toe te laten tot de handel op een gereglementeerde markt. Zij kunnen daarvoor, conform de Prospectusverordening, een prospectus opstellen en laten goedkeuren door de bevoegde autoriteit van de zogenoemde 'lidstaat van herkomst'.⁹² Dit is de autoriteit van de

81 Richtlijn (EU) 2022/2464 van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen.

82 Het advies van het EESC is te raadplegen via <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022AE5409>.

83 Art. 2 sub r Prospectusverordening.

84 Art. 20 lid 13 Prospectusverordening. De ESMA-peerreview-rapporten zijn te raadplegen via www.esma.europa.eu/publications-and-data/peer-reviews.

85 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 16.

86 Primary and secondary equity markets in the EU, november 2020, rapport van Oxera Consulting LLP opgesteld voor de Commissie, p. 68 en ESMA 2022, p. 34-37.

87 ESMA 2022.

88 ESMA 2022, p. 12 en 17.

89 Art. 1(18)(c) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

90 Art. 1(19) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

91 In die gevallen wordt geen prospectus gepubliceerd voor de aanbieding (op grond van art. 1 lid 4 sub a Prospectusverordening), maar enkel voor de toelating tot de handel, waardoor het prospectus uiterlijk op het moment van de toelating tot de handel kan worden gepubliceerd, zie art. 21 lid 1 Prospectusverordening.

92 Art. 28 Prospectusverordening.

lidstaat in de EU die op basis van de Prospectusverordening bevoegd is het prospectus van de niet-EU-vennootschap goed te keuren.⁹³ Als alternatief kan de niet-EU-vennootschap ervoor kiezen om een prospectus dat is opgesteld conform de regels van de niet-EU-lidstaat te laten goedkeuren door de bevoegde autoriteit binnen de EU.⁹⁴ Dat laatste kan alleen indien de Commissie een besluit heeft genomen dat zij de informatieverplichtingen voor een prospectus uit de desbetreffende niet-EU-jurisdictie gelijkwaardig acht aan de informatieverplichtingen in de Prospectusverordening.⁹⁵ Op dit moment heeft de Commissie nog geen enkele niet-EU-jurisdictie als gelijkwaardig aangemerkt, waardoor dit systeem in de praktijk tot op heden nog niet bruikbaar is. Los daarvan is op de opzet van dit systeem ook terechte kritiek geuit, omdat het voordeel van een toekomstig gelijkwaardigheidsstempel beperkt lijkt als de bevoegde autoriteit binnen de EU alsnog het prospectus dient goed te keuren.⁹⁶ De Listing Act voorziet erin dat de stempel van gelijkwaardigheid voortaan ertoe moet leiden dat het door de niet-EU-lidstaat goedgekeurde prospectus niet langer ook nog dient te worden goedgekeurd door de bevoegde autoriteit binnen de EU, maar daar enkel hoeft te worden ingediend.⁹⁷

5 Voorstellen tot herziening van het marktmissbruikregime

Een beursvennootschap is onderworpen aan openbaarmakings- en rapportageverplichtingen, waaronder de regelingen die zijn opgenomen in de Verordening Marktmissbruik. Deze verordening heeft tot doel de integriteit en transparantie van de financiële markten te waarborgen, handel met voorwetenschap en marktmanipulatie te voorkomen en te zorgen voor tijdige en adequate openbaarmaking van voorwetenschap. De Verordening Marktmissbruik bevat ook regels voor de openbaarmaking van transacties van leidinggevend van beursgenoteerde ondernemingen en geldt voor vennootschappen die effecten genoteerd hebben binnen de EU, ongeacht of die effecten genoteerd zijn aan een gereguleerde markt of aan een MTF (zoals een mkb-groeiemarkt).

De Verordening Marktmissbruik wordt in de praktijk als belastend beschouwd, zo blijkt uit de consultatieprocedure voor de Listing Act, vooral waar het gaat om verplichtingen met betrekking tot de openbaarmaking van voorwetenschap en de voorwaarden voor uitstel van openbaarmaking.⁹⁸ De Listing Act bevat voorstellen die moeten leiden tot een lastenverlichting onder de Verordening Marktmissbruik. Zo wordt (1) het regime omtrent de openbaarmaking van voorwetenschap en het bijhouden van een zogenoemde *insiderslijst* verduidelijkt en versoepeld, (2) de drempel waarboven leidinggevend en nauw verbonden personen transacties in effecten openbaar

moeten maken verhoogd, en (3) de sanctieregeling voor overtredingen van de Verordening Marktmissbruik verlicht. Daarnaast wordt het voor bevoegde autoriteiten makkelijker gemaakt om overtredingen op te sporen door middel van het opzetten van een mechanisme voor grensoverschrijdend orderboektoezicht. Een deel van de voorgestelde wijzigingen zijn technisch van aard; de meer materiële voorstellen worden hierna besproken.

5.1 Het begrip voorwetenschap, de openbaarmakingsverplichting en de uitstelregeling

De Verordening Marktmissbruik bevat de verplichting voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken en een verbod op het handelen met voorwetenschap.⁹⁹ Maar wat is ‘voorwetenschap’? Die vraag is vaak niet makkelijk te beantwoorden. Voor uitgevende instellingen met beursgenoteerde effecten¹⁰⁰ is ‘voorwetenschap’ gedefinieerd als (1) niet openbaar gemaakte informatie, (2) die concreet is, (3) die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten, en (4) die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten.¹⁰¹ In de praktijk is vaak redelijk goed vast te stellen of aan elementen (1) en (3) is voldaan. Vooral elementen (2), het concreetheidsvereiste, en (4), de significante koersinvloed, leiden doorgaans tot discussie.

Het begrip ‘voorwetenschap’ is dus behoorlijk ruim en open gedefinieerd. Het kan van alles zijn, zoals informatie over een voorgenomen fusie of overname, maar ook financiële resultaten, het handhaven, bijstellen of intrekken van eerder afgegeven prognoses en informatie over toekomstige wijzigingen in de samenstelling van het bestuur, de raad van commissarissen of de aandeelhoudersstructuur van een beursvennootschap, mits het een significant koerseffect kan bewerkstelligen.¹⁰² Het begrip is té ruim gedefinieerd volgens de meerderheid van de respondenten in de consultatieprocedure van de Listing Act.¹⁰³ Die brede definitie wordt niet alleen gebruikt voor het verbod op handelen met voorwetenschap, maar ook voor de openbaarmakingsverplichting, waardoor gevoelige informatie – zo is de zorg – potentieel in een behoorlijk vroeg en onzeker stadium moet worden gepubliceerd. Dat wordt versterkt doordat niet alleen een bepaald eindresultaat (bijvoorbeeld overeenstemming over een overname), maar ook bepaalde tussenstappen in een gefaseerd proces worden aangemerkt als voorwetenschap.¹⁰⁴ In het geval van bijvoorbeeld een openbaar

93 Art. 2 sub m Prospectusverordening.

94 Art. 29 Prospectusverordening.

95 Art. 29 lid 3 Prospectusverordening.

96 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 26.

97 Art. 1(22) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

98 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 5 en 13.

99 Art. 17 en 14 Verordening Marktmissbruik.

100 Niet zijnde grondstoffenderivaten, emissierechten of daarop gebaseerde geveilde producten.

101 Art. 7 lid 1 sub a Verordening Marktmissbruik.

102 Openbaarmaking van voorwetenschap, juli 2017, brochure van de AFM, p. 9-10. Zie ook T.M. Stevens, Openbaarmaking van voorwetenschap, in: D.R. Doorenbosch e.a. (red.), Handboek marktmissbruik (O&R nr. 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 7.5.

103 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 16.

104 Art. 7 lid 2 en 3 Verordening Marktmissbruik.

bod kunnen onder meer de aanvang van de onderhandelingen, de start of de voltooiing van het *due diligence*-proces en het nemen van verdedigingsmaatregelen of het steunen van het openbaar bod door de doelvennootschap tussenstappen zijn die als ‘voorwetenschap’ worden gekwalificeerd en als gevolg daarvan openbaar moeten worden gemaakt. Dit geldt niet alleen voor tussenstappen die reeds hebben plaatsgevonden, maar ook voor tussenstappen waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zullen plaatsvinden. Dit zorgt voor onduidelijkheid.

Naast het feit dat het in veel situaties voor uitgevende instellingen moeilijk is om te bepalen welke informatie wanneer aangemerkt moet worden als voorwetenschap, kan het voor hen ook schadelijk zijn om informatie, die formeel gezien (mogelijk) als voorwetenschap moet worden aangemerkt, direct openbaar te maken. In de praktijk wordt in die gevallen vaak gebruik gemaakt van de mogelijkheid tot uitstel van openbaarmaking. Die mogelijkheid staat echter enkel open indien (1) onmiddellijke openbaarmaking van voorwetenschap waarschijnlijk schade zou toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling, (2) het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel zal worden misleid, en (3) de uitgevende instelling in staat is om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen.¹⁰⁵ Uit de consultatie blijkt dat dit regime als te stringent wordt ervaren.¹⁰⁶ Voorwetenschap die zich voordoet in een gefaseerd proces zou volgens de respondenten pas in de eindfase moeten worden openbaar gemaakt, tenzij tussentijds een lek optreedt.

De Listing Act komt deels tegemoet aan de kritiek van de respondenten. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen laat de huidige ruime betekenis van het begrip ‘voorwetenschap’ in stand, maar beperkt de openbaarmakingsverplichting tot de voltooiing van een gefaseerd proces door te bepalen dat die verplichting niet geldt voor de tussenstappen van dat proces.¹⁰⁷ De informatieverplichting treedt eerder in indien de vertrouwelijkheid van de informatie niet langer kan worden gewaarborgd. De Commissie wordt bevoegd om in gedelegeerde handelingen een niet-uitputtende lijst op te nemen van informatie die als ‘voorwetenschap’ wordt aangemerkt en, voor die informatie, het tijdstip waarop deze openbaar moet worden gemaakt.¹⁰⁸

In de basis leidt dit voorstel niet tot een ander systeem voor openbaarmaking. Het enige voordeel van dit voorstel is onzes inziens dat niet langer gewerkt hoeft te worden met uitstelbepalen. Het blijft nog steeds relevant dat de uitgevende instelling vaststelt en voor interne controle ook vastlegt dat sprake is van voorwetenschap, ook in de fase voorafgaand aan de voltooiing van een proces, omdat insiderslijsten moeten worden

opgesteld, vertrouwelijkheid dient te worden gewaarborgd en een lek kan leiden tot een verplichting tot openbaarmaking.

5.2 Een aangepaste regeling voor uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap

De bestaande uitstelregeling wordt door de voorziene wijzigingen een stuk minder relevant, maar blijft wel van kracht, zij het dat deze pas relevant wordt indien de openbaarmakingsverplichting intreedt (het betreft in feite een tijdelijke vrijstelling van de openbaarmakingsverplichting). Waar het gaat om een in de tijd gespreid proces is lastig in te zien hoe een uitgevende instelling nog een rechtmatig belang kan hebben bij uitstel op het moment dat de openbaarmakingsverplichting ontstaat, want dan is het proces voltooid. De uitstelregeling zal dus in algemene zin niet relevant meer zijn voor in tijd gespreide processen, waar deze regeling nu juist veel voor gebruikt werd.

De uitstelregeling zelf wordt inhoudelijk iets aangepast, in de zin dat het vereiste dat het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel zal worden misleid, verdwijnt. In plaats daarvan moet de uit te stellen voorwetenschap doorlopend voldoen aan de volgende vereisten:

1. zij verschilt niet wezenlijk van de vorige openbare kennisgeving over de aangelegenheid waarop de voorwetenschap betrekking heeft;
2. het betreft niet het feit dat de financiële doelstellingen van de uitgevende instelling waarschijnlijk niet worden gehaald, wanneer deze doelstellingen eerder openbaar zijn gemaakt; en
3. zij is niet in strijd met de verwachtingen van de markt, wanneer deze verwachtingen gebaseerd zijn op signalen die de uitgevende instelling eerder aan de markt heeft gegeven.¹⁰⁹

Deze vereisten stemmen overeen met de ESMA-richtlijnen, op basis waarvan in de praktijk ook nu al wordt vastgesteld of uitstel al dan niet misleidend is.¹¹⁰

Onder de uitstelregeling in de Verordening Marktmissbruik is thans vereist dat de uitgevende instelling de bevoegde autoriteit onmiddellijk na openbaarmaking van het uitstel schriftelijk op de hoogte brengt van de wijze waarop aan de voorwaarden voor het uitstel is voldaan. Als alternatief kan een lidstaat bepalen dat een afschrift van een dergelijke toelichting enkel op verzoek van de bevoegde autoriteit hoeft te worden overlegd. In Nederland is voor het alternatief gekozen en wordt de toelichting dus enkel op verzoek van de AFM verstrekt. Onder het Wijzigingsvoorstel Verordeningen wijzigt dit systeem en verdwijnt ook de keuzemogelijkheid: wanneer uitgevende instellingen de openbaarmaking van voorwetenschap willen uitstellen, dienen zij de bevoegde autoriteit in kennis te stellen

¹⁰⁵ Art. 17 lid 4 Verordening Marktmissbruik.

¹⁰⁶ Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 16.

¹⁰⁷ Art. 2(38)(a) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

¹⁰⁸ Art. 2(38)(a) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

¹⁰⁹ Art. 2(38)(c) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

¹¹⁰ ESMA, Guidelines on MAR delay in the disclosure of inside information and interactions with prudential supervision, 13 april 2022. Zie hierover ook Stevens 2018, par. 7.6.4.

van dit voornemen en een schriftelijke toelichting te verstrekken over de wijze waarop aan de voorwaarden voor uitstel is voldaan, onmiddellijk nadat het besluit tot uitstel is genomen.¹¹¹ In de praktijk leidt dit tot een complex systeem, omdat dit soort besluiten in een situatie van grote druk tot stand komen, waarbinnen dan ook nog de communicatie met de toezichthouder een rol gaat spelen. Zoals opgemerkt zal de uitstelregeling in het nieuwe systeem echter relevantie verliezen, zodat de aanvullende complexiteit in algemene zin geen grote gevolgen zou moeten hebben voor de praktijk.

5.3 *Insiderslijsten*

Uitgevende instellingen en personen die namens hen of voor hun rekening handelen, zoals accountants, advocaten of andere adviseurs, zijn onder de Verordening Marktmissbruik verplicht een lijst op te stellen van alle personen die toegang hebben tot voorwetenschap (een ‘insiderslijst’).¹¹² De Uitvoeringsverordening¹¹³ schrijft een bepaald format voor dat voorziet in verschillende afdelingen op een insiderslijst: een afdeling voor personen met permanente voorwetenschap (voor personen die, door de aard van hun functie of positie, te allen tijde toegang hebben tot alle voorwetenschap) en een afdeling voor personen met specifieke voorwetenschap (voor personen die geen toegang hebben tot alle voorwetenschap, maar wel tot voorwetenschap over een specifiek project of specifieke gebeurtenis).¹¹⁴

De Listing Act bevat voorstellen tot wijziging van de regeling voor insiderslijsten. Deze wijziging houdt in dat uitgevende instellingen enkel ‘permanente insiders’ opnemen op hun insiderslijst. Dat zijn personen die *regelmatig* toegang hebben tot voorwetenschap uit hoofde van hun functie of positie bij de uitgevende instelling, zoals bestuurders en commissarissen, maar ook werknemers die regelmatig toegang hebben tot voorwetenschap.¹¹⁵ Personen die namens de uitgevende instelling of voor haar rekening optreden (zoals accountants, advocaten en andere adviseurs) dienen zelf wel een lijst bij te houden van alle personen die toegang hebben tot voorwetenschap die betrekking heeft op de uitgevende instelling.¹¹⁶ Lidstaten mogen deels afwijken van deze opzet wanneer dit gerechtvaardigd wordt door specifieke overwegingen van nationale marktintegriteit. Lidstaten mogen ook van uitgevende instellingen die ten minste vijf jaar effecten genoteerd hebben verlangen dat zij een volledige insiderslijst opstellen.

5.4 *Transacties van leidinggevenden en nauw verbonden personen*

Personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en personen die nauw met hen verbonden zijn (zoals familieleden) die transacties voor eigen rekening verrichten die betrekking hebben op effecten van uitgevende instellingen of andere daaraan verbonden financiële instrumenten, moeten die transacties melden aan de uitgevende instelling en de nationale bevoegde autoriteit indien die transacties een waarde van ten minste EUR 5000 per kalenderjaar vertegenwoordigen.¹¹⁷ De bevoegde autoriteit kan de drempel verhogen naar maximaal EUR 20.000.¹¹⁸ In Nederland geldt de drempel van EUR 5000 en worden deze transacties opgenomen in een publiek toegankelijk register van de AFM.¹¹⁹

De Listing Act beoogt de meldingsdrempel te verhogen van EUR 5000 naar EUR 20.000. De bevoegdheid van de bevoegde autoriteiten om de drempel verder te verhogen wordt uitgebreid tot EUR 50.000. Dit voorstel komt tegemoet aan de wens van de overgrote meerderheid van de respondenten in de consultatieprocedure tot het invoeren van een hogere meldingsdrempel.¹²⁰ Belangrijker voor de praktijk is dat tevens een uitbreiding wordt beoogd van de vrijstellingen op het verbod voor leidinggevenden van beursvennootschappen om tijdens de zogeheten ‘gesloten periode’ (dertig kalenderdagen voorafgaand aan de bekendmaking van een financieel verslag) te handelen in effecten van die beursvennootschap. De uitbreiding ziet met name op transacties in verband met werknemersregelingen of waarbij geen beleggingsbeslissing wordt genomen door de leidinggevende, zoals een automatische omzetting van financiële instrumenten of een transactie die door externe factoren of derden wordt bewerkstelligd.¹²¹

6 Overige relevante voorstellen in de Listing Act

6.1 *Noteringsvoorwaarden: marktkapitalisatie en free float*

De Listing Act bevat een nieuwe regeling die ziet op de voorwaarden voor toelating tot de handel. Het gaat dan om de minimale marktkapitalisatie van de uitgevende instelling en het minimale percentage effecten dat wordt gehouden door het publiek (*free float*). De gedachte achter deze vereisten is dat belangen van beleggers kunnen worden geschaad als geen adequate markthandel plaatsvindt, bijvoorbeeld omdat te weinig aandelen verhandeld worden. De huidige regelingen zijn neergelegd in de Noteringsrichtlijn, die – kort gezegd – bepaalt dat de minimale marktkapitalisatie EUR 1 miljoen en de minimale free float 25% moet bedragen, met dien verstande dat toelating tot de handel ook kan plaatsvinden indien niet aan deze

111 Art. 2(38)(c) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

112 Art. 18 Verordening Marktmissbruik.

113 Uitvoeringsverordening (EU) 2022/1210 van 13 juli 2022 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen voor de toepassing van Verordening (EU) nr. 596/2014 met betrekking tot de indeling van lijsten van personen met voorwetenschap en de bijwerkingen daarvan.

114 Overweging 3 en 4 en art. 1 lid 1 en 2 Uitvoeringsverordening.

115 Art. 2(39)(a) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

116 Art. 2(39)(b) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

117 Art. 19 lid 1 en 8 Verordening Marktmissbruik.

118 Art. 19 lid 9 Verordening Marktmissbruik.

119 Register transacties leidinggevenden MAR 19, te raadplegen via www.afm.nl/nl-nl/sector/registers/meldingenregisters/transacties-leidinggevenden-mar19.

120 Wijzigingsvoorstel Verordeningen, p. 16.

121 Art. 2(40)(b) Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

vereisten is voldaan maar er toch een adequate handel zal zijn.¹²²

In Nederland zijn de thans nog effectieve bepalingen van de Noteringsrichtlijn geïmplementeerd in de Euronext-reglementen.¹²³ Hierin is bepaald dat op het moment van de eerste toelating tot de handel ten minste 25% van de effecten gehouden wordt door het publiek, met dien verstande dat Euronext Amsterdam kan besluiten dat een lager percentage voldoende is, gezien het grote aantal effecten en hun verspreiding onder het publiek, mits het percentage (a) niet lager is dan 5% van het kapitaal van de klasse effecten en (b) een waarde vertegenwoordigt van ten minste EUR 5 miljoen (berekend op basis van de inschrijfprijs).¹²⁴ Deze vereisten zijn alleen van toepassing bij de toelating tot de handel (lees: bij de beursgang) en een beursvennootschap hoeft hieraan niet op enig moment na de toelating te (blijven) voldoen.

De Listing Act beoogt de noteringsregels te harmoniseren en voorziet erin dat de minimale marktkapitalisatie wordt gehandhaafd op EUR 1 miljoen en het free float-vereiste wordt verlaagd naar 10%.¹²⁵ Onder het voorstel zou de mogelijkheid verdwijnen om een lagere marktkapitalisatie of free float te accepteren wanneer de marktwerking op een andere wijze is gewaarborgd (waardoor in Nederland de huidige ondergrens van 5% dient te worden verhoogd). Het free float-vereiste blijft gelden na de beursgang. Dat wil zeggen dat dit niet slechts een toetsingscriterium is voor de toelating tot de handel, maar een doorlopend vereiste voor uitgevende instellingen. Gereguleerde markten dienen ervoor te zorgen dat *te allen tijde* ten minste 10% van het kapitaal dat wordt vertegenwoordigd door de categorie aandelen waarop de aanvraag voor toelating tot de handel betrekking heeft, in handen is van het publiek. Ook dienen gereguleerde markten te eisen dat een voldoende aantal aandelen onder het publiek wordt verspreid wanneer het percentage free float onder de 10% zakt. De vereisten die voortvloeien uit deze regeling zijn, net zoals thans de Noteringsrichtlijn, enkel van toepassing bij de toelating tot de handel op een gereguleerde markt en zijn niet van toepassing op een MTF (zoals een mkb-groeimarkt).

Wat ons betreft is een hard free float-vereiste, zonder de mogelijkheid voor de beursexploitant of bevoegde autoriteit om hier in specifieke gevallen van af te wijken, niet in lijn met de doelstelling van deze regeling, namelijk het faciliteren van een actieve handel. Een beursvennootschap met een marktkapitalisatie van EUR 40 miljard en een free float van 5% zal beleggers meer liquiditeit kunnen bieden dan een beursvennootschap met een marktkapitalisatie van EUR 10 miljoen en een

free float van 40%. Overigens is in de praktijk niet duidelijk hoe het free float-vereiste moet worden uitgelegd, dat wil zeggen wie precies bedoeld worden met het ‘publiek’. In ieder geval wordt hiermee niet (slechts) gedoeld op particuliere beleggers, want een beursgang met aanbieding aan louter gekwalificeerde beleggers is zeer wel mogelijk. Ook kan het voorkomen dat een notering van effecten plaatsvindt zonder dat kapitaal wordt opgehaald door de plaatsing van aandelen (doorgaans aangeduid als een *direct listing*). Dat zal onzes inziens niet per definitie betekenen dat de bestaande aandeelhouders niet tot het publiek gerekend kunnen worden en dat dus niet aan het free float-vereiste wordt voldaan. In de kern zou het voor de vraag welke beleggers tot het publiek kunnen worden gerekend weinig moeten uitmaken of de aandeelhouder partij is bij een aanbieding of niet. In de toelichting op het Wijzigingsvoorstel MiFID II wordt opgemerkt dat bestuurders, commissarissen, andere functionarissen van de onderneming en controlerende aandeelhouders in ieder geval niet tot het publiek gerekend moeten worden.¹²⁶ Wat ons betreft lijkt, in aanvulling daarop, vooral relevant of de door aandeelhouders gehouden aandelen vrij verhandelbaar zijn; als zij niet onder lock-up afspraken vallen en ook anderszins niet ‘vastzitten’ bij aandeelhouders, kunnen zij in algemene zin worden aange-merkt als publiek gehouden aandelen.

Indien de Listing Act in haar huidige vorm wordt vastgesteld en de Euronext-reglementen hierop worden aangepast, is de vraag in hoeverre het free float-vereiste moet leiden tot wijzigingen in overige regelingen. Op dit moment sluit de ondergrens van 5% free float aan bij het delisting-beleid van Euronext, dat bepaalt dat een of meer aandeelhouders of de uitgevende instelling (in de praktijk vaak gezamenlijk) een verzoek tot beëindiging van de beursnotering kunnen doen in bepaalde specifiek omschreven gevallen.¹²⁷ Indien geen sprake is van een tweede beursnotering op een andere gereguleerde markt (naast Euronext Amsterdam), is in ieder geval vereist dat een of meer aandeelhouders gezamenlijk ten minste 95% van de (certificaten van) aandelen houden. De gedachte is dat aan de minderheidsaandeelhouders een uitweg wordt geboden, bijvoorbeeld doordat de grootaandeelhouder (alleen of samen met andere aandeelhouders) een uitkoopvordering instelt.¹²⁸ Doet de grootaandeelhouder dat niet, dan kunnen de minderheidsaandeelhouders onder omstandigheden een uit-treedvordering instellen.¹²⁹ Indien een free float-vereiste van 10% wordt ingevoerd, ligt het wat ons betreft – in ieder geval voor (voormalige) beursvennootschappen – ook voor de hand om de drempels voor delisting, uitkoop en uittreding hierop

122 Art. 43 lid 1 en 48 lid 5 Noteringsrichtlijn.

123 Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht. Deel II. Effectenuitgevende instellingen, Den Haag: Boom Juridisch 2022, nrs. 301-307.

124 Art. 6302/1(i) Euronext Rule Book – Book I: Harmonised Rules, bijgevoegd per 23 maart 2023.

125 Art. 1(4) Wijzigingsvoorstel MiFID II.

126 Wijzigingsvoorstel MiFID II, p. 6.

127 Euronext Announcement 2004-041.

128 Op grond van art. 2:359c BW (na een openbaar bod) of art. 2:92a en 2:201a BW (in andere gevallen).

129 Op grond van art. 2:359d BW (na een openbaar bod).

aan te laten sluiten en dus te verlagen van 95% naar 90%.¹³⁰ Deze drempels dienen om een bepaalde reden aan elkaar te worden gekoppeld: primair wordt met het free float-vereiste en de delisting-drempel beoogd een actieve handel in en liquiditeit van een aandeel te garanderen en, voor zover dat niet lukt, moet (secundair) een uitweg geboden worden aan minderheidsaandeelhouders om te voorkomen dat zij klem komen te zitten in een niet-liquide vennootschap met een free float van tussen de 9,99% en 5,01%. Uiteraard kan Euronext ook eigener beweging, dus zonder verzoek van de aandeelhouders of de uitgevende instelling daartoe, besluiten de beursnotering van aandelen te beëindigen indien niet langer wordt voldaan aan de noteringsvereisten (zoals de minimale free float).

6.2 Meervoudig stemrecht

De Listing Act bevat een Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht. Dit voorstel stelt, ter achtergrond, dat een van de belangrijkste problemen die oprichters en families ervan weerhouden om naar de beurs te gaan, de angst is om zeggenschap in hun onderneming te verliezen.¹³¹ De Commissie meent dat ondernemingen, en met name mkb-ondernemingen, mogelijk eerder geneigd zijn om een beursnotering aan te vragen indien meerderheidsaandeelhouders (zoals oprichters) na de beursnotering de beslissingsbevoegdheid in de onderneming kunnen behouden.¹³² Inderdaad zijn vormen van stemrecht-differentiatie internationaal, ook in Nederland, veelgebruikte instrumenten om te zorgen dat oprichters zeggenschap over (de strategie van) de onderneming behouden.¹³³ In de consultatie voor de Listing Act merkten respondenten op dat een van de belangrijkste redenen voor de keuze van veel groeiende techbedrijven om hun effecten buiten de EU te noteren, lag in de flexibiliteit die bijvoorbeeld de Verenigde Staten bieden voor het gebruik van meervoudig stemrecht.¹³⁴ Daarbij werd ook specifiek gewezen op het feit dat een aantal EU-ondernemingen hun zetel hebben verplaatst naar Nederland, dat het gebruik van meervoudig stemrecht toestaat. In de Verenigde Staten werd in 2021 bij 31,7% van alle beursgangen en 46,2% van de beursgangen van techbedrijven een structuur met meervoudig stemrecht toegepast.¹³⁵

Het Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht ziet op het invoeren van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht door ondernemingen die voor het eerst om een notering op een mkb-groeimarkt verzoeken.¹³⁶ Aangezien in Nederland op dit moment geen mkb-groeimarkt actief is, zou deze regeling bij de huidige stand van zaken daarom enkel relevant kunnen zijn voor Nederlandse vennootschappen die aandelen willen noteren aan een mkb-groeimarkt in een andere lidstaat. In de kern voorziet het Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht erin dat vennootschappen die nog geen genoteerde effecten hebben, de mogelijkheid krijgen om voor de eerste toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht te implementeren.¹³⁷

De kern van dit voorstel biedt het Nederlandse recht overigens niets nieuws. Meervoudig stemrecht is in Nederland al mogelijk, zowel voor de NV als voor de BV.¹³⁸ Wat wel enigszins nieuw is, zijn de waarborgen met betrekking tot de behandeling van aandeelhouders en transparantie. Zo bepaalt het Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht dat (1) tot de invoering en wijziging van meervoudig stemrecht moet worden besloten door de algemene vergadering met een gekwalificeerde meerderheid (wat dat voor meerderheid is, is aan het nationaal recht), (2) het stemgewicht van aandelen met meervoudig stemrecht bij de uitoefening van andere aandeelhoudersrechten wordt beperkt, met name tijdens algemene vergaderingen, door specifiek omschreven beperkende maatregelen in te voeren, en (3) lidstaten andere waarborgen kunnen invoeren voor een adequate bescherming van aandeelhouders en van de belangen van de onderneming. Voorts dienen ondernemingen met een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht die toegelaten zijn of worden tot een mkb-groeimarkt in de noteringsdocumentatie en de jaarverslaggeving informatie te verschaffen over (1) de kapitaalstructuur, (2) beperkingen op de overdracht van effecten, (3) de identiteit van houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn, (4) alle beperkingen op stemrechten en (5) de identiteit van de houders van aandelen met meervoudig stemrecht. De uitwerking van deze waarborgen is vooralsnog onduidelijk en laat ruimte voor interpretatie.

7 Initiële observaties van marktpartijen

Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen vindt op hoofdlijnen veel steun bij relevante partijen zoals de Nederlandse regering en de ESMA.¹³⁹ Toch klinkt op een aantal onderdelen van het voorstel ook stevige kritiek. De voornaamste kritiekpunten worden hieronder kort besproken.

130 Art. 2:359c, 2:92a, 2:201a en 2:359d BW. Art. 15 Overnamerichtlijn (Richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod) biedt die ruimte ook. Voor de uitkoop- en uittreedregeling is eerder betoogd dat een percentage van 90% meer voor de hand zou liggen, zie hiervoor o.a. C.J.C. de Brauw, Verslag Europese Commissie over de toepassing van de Overnamerichtlijn, *Ondernemingsrecht* 2012, afl. 17, par. 4 en S.B. Garcia Nelen, in: *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Den Haag: Sdu 2023, art. 2:359c BW, nr. 1.

131 Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht, p. 2.

132 Zie ook Impact Assessment Report, p. 16-17.

133 Zie over een andere vorm van stemrecht-differentiatie (aandelen zonder stemrecht), met verdere verwijzingen, S.B. Garcia Nelen, Zie anders: Schwarz, *Stemrechtloze aandelen bij de beursgenoteerde NV opnieuw bezien*, in: M.A. Verbrugh e.a. (red.), *Eindeloos getob. Liber Amicorum Kid Schwarz (IVOR nr. 125)*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, par. 2.4.

134 Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht, p. 9.

135 Impact Assessment Report, p. 22.

136 Art. 1 Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht.

137 Art. 4 Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht.

138 Zie ook de kabinetsreactie op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen: Kamerstukken II 2022/23, 22 112, nr. 3602, p. 9.

139 Zie de kabinetsreactie op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen: Kamerstukken II 2022/23, 22112, nr. 3602 en de brief van de ESMA aan de Raad van de EU en het Europees Parlement, te raadplegen via www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA24-436-1547%20-%20ESMA%20letter%20regarding%20concerns%20with%20changes%20to%20the%20insider%20list%20regime.pdf.

De kritiek op de voorgestelde wijzigingen van de Prospectusverordening ziet met name op de uitbreidingen van de vrijstellingen van de prospectusplicht. Zo hebben de *International Capital Market Association* (ICMA) en de *Association for Financial Markets in Europe* (AFME) serieuze bedenkingen bij de voorgestelde verhoging van de vrijstellingsdrempel tot 40% voor uitgiften van effecten die inwisselbaar zijn met effecten die reeds tot de handel op dezelfde markt zijn toegelaten.¹⁴⁰ Zij maken zich met name zorgen over de mogelijke nadelige gevolgen voor het niveau van beleggersbescherming en het vertrouwen in de Europese kapitaalmarkten. Andere relevante partijen, zoals het kabinet, staan wel positief tegenover de verhoging van de vrijstellingsdrempel naar 40%, maar hebben kritiek op de introductie van de ongelimiteerde vrijstellingsgrond voor aanbiedingen van effecten die inwisselbaar zijn met effecten die gedurende achttien maanden zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of een mkb-groeiemarkt. Ook voor deze vrijstellingsgrond zou volgens het kabinet een maximumgrens moeten gelden voor het aantal effecten met een aandelenkarakter dat zonder de publicatie van een informatie-document kan worden aangeboden aan het publiek. Daarnaast acht het kabinet het van belang dat een (recent) goedgekeurd prospectus beschikbaar is indien een uitgevende instelling de overstap van een mkb-groeiemarkt naar een gereglementeerde markt wil maken.¹⁴¹

Wij zijn van mening dat de uitbreiding van de vrijstellingen van de prospectusplicht een goede zaak is en geen onevenredige inbreuk maakt op het bestaande niveau van beleggersbescherming. Uitgevende instellingen moeten voldoen aan vergaande terugkerende transparantieplichtingen, bijvoorbeeld op het gebied van de inhoud van het bestuursverslag en de jaarrekening. Deze bevatten actuele en voor beleggers materiële informatie over de uitgevende instelling en haar onderneming. Het bestuursverslag dient bijvoorbeeld een beschrijving te bevatten van de belangrijkste ontwikkelingen, resultaten, doelstellingen, risico's en kansen voor de uitgevende instelling.¹⁴² Ook dient het jaarverslag informatie te bevatten over onder meer de naleving van de Corporate Governance Code, de interne risicobeheersing, het diversiteitsbeleid, het beloningsbeleid, het dividendbeleid en de samenstelling en nevenfuncties van het bestuur van de uitgevende instelling. Deze informatie zou, in combinatie met de informatie die is gepu-

bliceerd als onderdeel van doorlopende publicatieverplichtingen, een belegger voldoende in staat moeten stellen om een geïnformeerde beleggingsbeslissing te nemen. Voor zover toch materiële informatie ontbreekt in de markt, zal de uitgevende instelling deze informatie willen publiceren voorafgaand aan de uitgifte (bijvoorbeeld als onderdeel van periodieke rapportages), zodat zij achteraf niet het verwijt krijgt dat beleggers materiële informatie misten. Indien sprake is van voorwetenschap waarvan publicatie is uitgesteld of waarvoor nog geen publicatieverplichting geldt omdat sprake is van een in de tijd gespreid proces, zal deze eerst gepubliceerd moeten worden voordat een uitgifte kan plaatsvinden, om te voorkomen dat gehandeld wordt in strijd met het verbod op handel met voorwetenschap.¹⁴³

Naast kritiek op de voorstellen tot wijziging van de Prospectusverordening klinkt er ook kritiek op de voorstellen tot wijziging van de Verordening Marktmissbruik. Het kabinet en de ESMA zijn in hun reactie op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen met name kritisch op het voorstel tot wijziging van de publicatieplicht.¹⁴⁴ Het risico op handelen met voorwetenschap zou toenemen als de plicht tot openbaarmaking van voorwetenschap zou worden beperkt tot het moment van de voltooiing van een gefaseerd proces.¹⁴⁵ Wij zien niet in op welke wijze het risico op handelen met voorwetenschap als gevolg van het voorstel zou worden vergroot ten opzichte van de huidige regeling, waaronder doorgaans op basis van uitstelbesluiten de openbaarmaking van die voorwetenschap al wordt uitgesteld. In de praktijk blijft de uitwerking (en daarmee het risico) hetzelfde. Het voorstel schept duidelijkheid omtrent de toelaatbaarheid van het uitstellen van openbaarmaking van voorwetenschap tot de voltooiing van het proces en maakt grotendeels een einde aan de praktijk van uitstelbesluiten, wat wij een begrijpelijke verandering vinden gelet op de gedeeltelijke lastenverlichting die dit zal opleveren voor uitgevende instellingen.

Een ander belangrijk punt van kritiek op de voorgestelde wijzigingen op de Verordening Marktmissbruik betreft de versoepeling van de regels voor het opstellen en bijhouden van insiderslijsten. De ESMA waarschuwt dat het opnemen van enkel 'permanente insiders' negatieve effecten kan hebben op de grip van uitgevende instellingen op de verspreiding van voorwetenschap en het voorkomen van handelen met voorwetenschap. Uitgevende instellingen gebruiken insiderslijsten doorgaans namelijk ook als een intern overzicht van welke personen binnen hun organisatie voorwetenschap bezitten en als gevolg daarvan moeten worden ingelicht over de wettelijke verboden en verplichtingen die op hen rusten als gevolg van

¹⁴⁰ De ICMA is een wereldwijde branchevereniging voor deelnemers aan kapitaalmarkten. Zie de reactie van de ICMA op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen, te raadplegen via www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Primary-Markets/EU-Listing-Act-PR-proposals-ICMA-comments-130323.pdf. De reactie van de AFME op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen is te raadplegen via https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs/F3391690_en.

¹⁴¹ Kamerstukken II 2022/23, 22112, nr. 3602, p. 10.

¹⁴² Art. 2:391 en 2:392 BW. Hoewel deze artikelen van toepassing zijn op alle vennootschappen, tenzij uitgezonderd van deze verplichtingen op grond van art. 2:396 BW, gelden voor beursvennootschappen op grond van art. 2:391 lid 5 BW aanvullende verplichtingen opgenomen in algemene maatregelen van bestuur.

¹⁴³ Art. 14 Verordening Marktmissbruik.

¹⁴⁴ Kamerstukken II 2022/23, 22112, nr. 3602, p. 11 en de brief van de ESMA aan de Raad van de EU en het Europees Parlement, te raadplegen via www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA24-436-1547%20-%20ESMA%20letter%20regarding%20concerns%20with%20changes%20to%20the%20insider%20list%20regime.pdf.

¹⁴⁵ Kamerstukken II 2022/23, 22112, nr. 3602, p. 11.

het beschikken over die voorwetenschap. Als deze extra beschermingsstap wegvalt, zal hiermee het risico op onbedoeld handelen met voorwetenschap door ‘niet-permanente insiders’ worden vergroot, aldus de ESMA.¹⁴⁶ Wij kunnen deze argumentatie van de ESMA goed volgen. Wel merken wij op dat het uitgevende instellingen uiteraard vrijstaat om voor hun interne proces een aparte insiderslijst met ook ‘niet-permanente insiders’ op te stellen. Uitgevende instellingen kunnen echter ook op andere manieren de controle over de verspreiding van voorwetenschap waarborgen. Zeker in het licht van de voortschrijdende digitalisering kunnen wij ons voorstellen dat het interne proces op een efficiëntere wijze kan worden ingericht. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen biedt uitgevende instellingen hiertoe flexibiliteit.

8 Standpunten van de Raad en het Europees Parlement

De Listing Act is door de Commissie aangeboden aan de Raad en het Europees Parlement. De Raad heeft op 9 juni 2023 intern overeenstemming bereikt over zijn onderhandelingspositie.¹⁴⁷ Het Europees Parlement heeft de Listing Act verwezen naar de Committee on Economic and Monetary Affairs (hierna: de ECON). Op 26 oktober 2023 heeft de ECON het conceptrapport van rapporteur Alfred Sant goedgekeurd, waarmee zij enkele ingrijpende wijzigingen op het Wijzigingsvoorstel Verordeningen voorstelt (hierna: het ECON-rapport).¹⁴⁸ De verwachting is dat het ECON-rapport zonder verdere wijzigingen wordt aangenomen door het Europees Parlement. Het ECON-rapport kan daarmee voor het Europees Parlement als uitgangspunt dienen voor de triloog-onderhandelingen met de Commissie en de Raad.

De meest in het oog springende wijzigingsvoorstellen in de standpunten van de Raad en het ECON-rapport worden hieronder kort toegelicht:

1. Ten aanzien van het voorstel voor een geharmoniseerde vrijstelling voor kleine aanbiedingen van één uniforme vrijstellingsdrempel van EUR 12 miljoen, berekend over een periode van twaalf maanden, menen de Raad en de ECON dat het goed zou zijn om een lidstaatoptie toe te voegen. Deze toevoeging zou inhouden dat lidstaten de optie hebben om kleine aanbiedingen slechts vrij te stellen van de prospectusplicht tot een drempel van EUR 5 miljoen.
2. Zowel de Raad als de ECON stelt voor om de drempel voor vrijstelling van de prospectusplicht bij vervolgemis-

sies te verhogen van 20% naar 30%, in plaats van de door de Commissie voorgestelde verhoging naar 40%. De ECON voegt daaraan toe dat van deze uitzondering enkel gebruik gemaakt mag worden indien de uitgevende instelling geen onderwerp is van een insolventieprocedure of een herstructurering. Die voorwaarde stelt de Raad niet. Wel wil de Raad dat ook bij gebruikmaking van deze vrijstelling een informatiedocument wordt gepubliceerd.¹⁴⁹

3. De Raad en de ECON menen dat het niet mogelijk zou moeten zijn om over te stappen van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt zonder een nieuw prospectus wanneer de effecten gedurende ten minste achttien maanden zijn toegelaten tot die mkb-groeimarkt. De Commissie had dit voorgesteld, waarbij wel vereist was dat in eerste instantie een prospectus was opgesteld voor de initiële aanbieding. De Raad meent wel dat een overstap van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt zou moeten kunnen met een EU-vervolgprospectus.¹⁵⁰
4. Opmerkelijk is nog dat de ECON voorstelt om de voorwaarden voor marktpeilingen verplicht te stellen. Thans bestaat er geen verplichting om aan al deze voorwaarden te voldoen, maar voldoen aan die voorwaarden leidt er wel toe dat (kort gezegd) geen sprake is van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap.¹⁵¹ De Commissie wilde juist verduidelijken (hetgeen is gevolgd door de Raad) dat deze voorwaarden een *safe harbour* zijn: als daaraan wordt voldaan, is per definitie geen sprake van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap, maar ook als daaraan niet is voldaan, hoeft niet per definitie sprake te zijn van overtreding van dit verbod.
5. De ECON stelt ook voor de lidstaten enkel de optie te geven de meldingsdrempel voor transacties van leidinggeven en met hen nauw verbonden personen te verlagen van EUR 20.000 naar EUR 10.000. De Commissie had voorgesteld de lidstaten de optie te geven deze meldingsdrempel juist te verhogen naar EUR 50.000. De Raad volgt ook hier de Commissie.
6. De ECON wenst de mogelijkheid om meervoudig stemrecht toe te passen uit te breiden naar gereguleerde markten en MTF's anders dan mkb-groeiemarkten. Daarbij wil zij dat de maximale stemverhouding tussen de 1:2 en de 1:12 ligt en dat er een maximumpercentage komt voor het aandelenkapitaal waaraan het hogere stemrecht is verbonden. Gezien het uitgebreide toepassingsbereik zou invoering van deze beperkingen mede invloed kunnen hebben op de vereisten die gelden voor bestaande beursvennootschappen.

De voorstellen van de Raad en (met name) de ECON doen onzes inziens enigszins afbreuk aan de intentie die ten grondslag ligt aan de Listing Act om de aantrekkelijkheid van de Europese kapitaalmarkten betekenisvol te verbeteren. De prospectusvrijstellingen, en daarmee de mogelijkheden om op een

¹⁴⁶ Zie de brief van de ESMA aan de Raad van de EU en het Europees Parlement, te raadplegen via www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA24-436-1547%20-%20ESMA%20letter%20regarding%20concerns%20with%20changes%20to%20the%20insider%20list%20regime.pdf.

¹⁴⁷ Zie www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/06/14/capital-markets-union-council-agrees-its-negotiating-mandate-on-the-listing-act/, met verwijzingen naar de documenten waarin het mandaat van de Raad is beschreven.

¹⁴⁸ De rapporten van de ECON zijn te raadplegen via www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/documents/latest-documents.

¹⁴⁹ Zie hierover par. 4.2.2.

¹⁵⁰ Zie hierover par. 4.2.3.

¹⁵¹ Art. 11 Verordening Marktmissbruik.

makkelijke manier kapitaal op te halen, worden aanzienlijk beperkt in vergelijking met de voorstellen van de Commissie. De marktmisbruikregels worden op onderdelen meer restrictief dan zij nu al zijn. Daarnaast is het invoeren van lidstaatopties niet bevorderlijk voor de geïntegreerde markt.

Wel vinden wij het om eerdergenoemde redenen positief dat de Raad en de ECON voorstellen om het EU-groeipropectus geen verplicht, maar een optioneel verlicht regime te maken. Ook lijkt het ons praktisch dat de voorstellen van de Raad en de ECON worden gevolgd om het free float-vereiste geen doorlopend vereiste voor uitgevende instellingen te maken, maar enkel te hanteren als toetsingscriterium bij de toelating tot de handel. Bijzonder is dat de Raad daarbij een lidstaatoptie voorstelt, waarbij lidstaten, in afwijking van het genoemde free float-vereiste, van gereglementeerde markten kunnen verlangen dat zij ten minste één van de volgende vereisten stellen bij de toelating tot de handel:

1. een voldoende aantal aandelen wordt gehouden door het publiek;
2. de aandelen worden gehouden door een voldoende aantal aandeelhouders; of
3. de marktwaarde van de aandelen die door het publiek worden gehouden, vertegenwoordigt een voldoende niveau van geplaatst kapitaal voor de desbetreffende klasse aandelen.

Onduidelijk is ons hoe dit soort algemene vereisten verder ingevuld moeten worden. Potentieel leidt deze optie tot aanzienlijke verschillen tussen lidstaten.

De verwachting is dat de Listing Act in 2024 (en bij voorkeur voor de zomer) zal worden vastgesteld. Zoals het voorgaande duidelijk maakt, is daarvoor wel vereist dat de Commissie, de Raad en het Europees Parlement elkaar vinden op enkele heikele punten. De Listing Act zal in het voorstel van de Commissie twintig dagen na publicatie in het Publicatieblad van de EU in werking treden. Het Wijzigingsvoorstel Verordeningen wordt dan direct effectief, met uitzondering van enkele bepalingen.¹⁵² Voorts hebben lidstaten een periode van twaalf tot achttien maanden (afhankelijk van de specifieke bepalingen) om de wijzigingen in het Wijzigingsvoorstel MiFID II te implementeren en een periode van twee jaar om de bepalingen uit het Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht te implementeren.¹⁵³

9 Tot slot

De Listing Act bevat gedetailleerde en vooruitstrevende voorstellen voor het verbeteren van de werking van kapitaalmarkten binnen de EU. Deze voorstellen zullen in algemene zin met open armen door de praktijk worden verwelkomd. Het is te verwachten dat zij, indien zij enigszins in lijn met de voorstellen van de Commissie worden vastgesteld, zullen leiden tot

een lastenverlichting voor uitgevende instellingen, lagere nalevingskosten en een makkelijkere toegang tot publieke kapitaalmarkten. Ook de Nederlandse regering steunt de meeste voorstellen, weliswaar met hier en daar een kritische noot. De hoop is dat de Listing Act het gebruik van de publieke kapitaalmarkten zal stimuleren, mede voor innovatieve *scale-ups* en mkb-ondernemingen die een belangrijke rol kunnen spelen in de grote transitie naar een meer duurzame en digitale economie en maatschappij. Door een beursgang kunnen ondernemingen meer investeerders aanspreken, makkelijker kapitaal ophalen, hun profiel versterken en naamsbekendheid vergroten.¹⁵⁴ Uiteindelijk kan dat ten goede komen aan de financiële draagkracht van ondernemingen, de werkgelegenheid en de algemene economische groei, alsook aan de diversificatie van het type beursvennootschappen.

Of de Listing Act inderdaad leidt tot een opmars van beursgangen binnen de EU moet de praktijk uitwijzen. In de praktijk spelen bij een beursgang verschillende overwegingen een rol wanneer het aankomt op de keuze aan welke beurs (binnen of buiten de EU) de vennootschap en haar aandeelhouders de effecten willen laten noteren.¹⁵⁵ Een overweging voor ondernemingen is doorgaans de regeldruk, voor en na de beursgang, en de daarbij komende nalevingskosten. In de Listing Act worden deze punten geadresseerd, maar niet andere belangrijke factoren, zoals de waardering van vergelijkbare ondernemingen, het profiel van de beurs (bijvoorbeeld gericht op techbedrijven), liquiditeit, (gebondenheid aan) het land van herkomst van de kandidaat-beursvennootschap en aansprakelijkheidsrisico's. Dat is op zich niet verwonderlijk, want de wetgever heeft maar beperkte mogelijkheden, maar het toont wel aan dat de achterstand van de EU op de wereldwijde kapitaalmarkten zelfs met de invoering van de Listing Act niet zal zijn ingehaald. Niettemin lijkt de Listing Act ons vooralsnog een stap in de goede richting.¹⁵⁶

¹⁵² Art. 4 Wijzigingsvoorstel Verordeningen.

¹⁵³ Art. 3 Wijzigingsvoorstel MiFID II en art. 8 Richtlijnvoorstel Meervoudig Stemrecht.

¹⁵⁴ Impact Assessment Report, p. 10.

¹⁵⁵ Zie ook Impact Assessment Report, p. 11.

¹⁵⁶ In dezelfde zin de Commissie: Impact Assessment Report, p. 11.