

1 INLEIDING EN KERNBEGRIPPEN

1 INLEIDING

1.1 *Het informatieparadigma: ‘Leitmotiv’ voor beleggersbescherming en kentering*

101. Informatievoorziening als ‘Leitmotiv’ voor beleggersbescherming – De meeste regels die in dit boek aan de orde komen, zijn opgenomen in Deel 5 Wft, dat voor het grootste gedeelte bestaat uit in de Wft geïmplementeerde Europese richtlijnen en – voor zover implementatie nodig was – uit Europese verordeningen. De desbetreffende Europese regelgeving stond en staat in het teken van een streven naar een zo groot mogelijke bescherming van beleggers door de plicht tot het verstrekken van informatie door effecten-uitgevende instellingen (*‘disclosure’*-model).¹ Een van de eerste en meest bekende vormen van het verstrekken van informatie is het geven van informatie door middel van een prospectus of een ander informatie bevattend document met strafrechtelijke en/of civielrechtelijke aansprakelijkheid, als stok achter de deur dat de informatieverstrekking deugdelijk en adequaat is en voorzien is van een daarbij horende rechtsgang. Dit alles tezamen vormt de kern wanneer het gaat om bescherming van beleggers.

De aandacht die in de vorige eeuw is geschonken aan de verplichting tot het publiceren van bijvoorbeeld een prospectus en de toen nog minimale inhoud daarvan, nam toe en heeft ertoe geleid dat de informatieverplichtingen in de loop der tijd vooral door Europese regelgeving verder zijn uitgebreid, waarbij het taalgebruik in informatiedocumenten steeds meer is gejuridiseerd ter voorkoming van aansprakelijkheid en vaak ook te technisch van aard is. Zelfs de ‘financiële bijsluiter’, die met name is bedoeld voor particuliere beleggers/consumenten, blijkt te technisch om de risico’s van financiële producten goed te kunnen inschatten, zoals blijkt uit het onderzoek van De Jager.²

De omvang van de prospectussen is enorm toegenomen en wel zodanig dat menig prospectus niet (meer) een begrijpelijk document is dat *alle* categorieën beleggers zelfstandig in staat stelt zich een verantwoord oordeel te vormen. Zelfs Warren E. Buffet – een bij uitstek professionele belegger – klaagde hierover in zijn voorwoord bij de publicatie van

1 C.M. Grundmann-van de Krol, Beleggersbescherming: van vertrouwen op informatie, de goede zorgen van tussenpersonen tot vertrouwen op toezicht, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 113-119.

2 C.E. de Jager, *Consumentenbescherming door informatie? Een analyse van 30 jaar beleid voor korte precontractuele informatiedocumenten over complexe financiële producten in Europa, Engeland, Nederland en Duitsland*, 2018.

de SEC in 1998: *A plain English handbook. How to create clear SEC disclosure documents*. In de meer dan veertig jaar dat hij informatiedocumenten van vennootschappen had bestudeerd, kwam het te vaak voor dat hij niet in staat was ‘to decipher just what is being said’ en dat er diverse toelichtingen waren waarover hij en anderen soms ‘stumble over an accounting note or indenture description’. Misschien, zo verzuchtte hij, ‘we simply don’t have the technical knowledge to grasp what the writer wishes to convey’. Of, zo lijkt hij zichzelf gerust te stellen, de schrijver ‘doesn’t understand what he or she is talking about’ en in sommige gevallen vermoedt hij dat ‘a less-than-scrupulous issuer doesn’t want us to understand a subject it feels legally obligated to touch upon’. Dit is in feite waarop Oppenheim al in 1908 wees, namelijk het gevaar dat de wetgever ‘de vennootschap in een te eng keurslijf sluit’. Al in zijn tijd huiverde Oppenheim voor de Angelsaksische praktijk van ‘die lijsten van verplichte mededeelingen, die telken male weer blijken onvoldoende te zijn, die na elke financiële ramp aangevuld worden en die ten slotte van onmetelijke lengte zullen worden’.³ Die huivering is bewaarheid geworden. Het informatieparadigma was inmiddels zodanig (uit)gegroeid dat de FSA in haar in 2002 uitgebrachte rapport opmerkte: ‘There is a need to be realistic about what can be achieved through disclosure. Its effectiveness will be limited by the extent of consumers’ appetite for information and their ability to understand and act on it.’⁴

102. Grenzen aan informatieparadigma: kentering – Informatievoorziening als ‘Leitmotiv’ voor beleggersbescherming heeft gezorgd voor een ‘*information overload*’ en toenemende kosten voor de (rechts)personen die aan omvangrijke informatieplichten zijn onderworpen. Er kan wellicht nog wel van een evenwichtige balans worden gesproken maar ‘evenwichtig’ vooral in de betekenis dat aan weerszijden de gewichten zwaar zijn geworden. Aan beide zijden van de balans is er een ‘*overload*’ ontstaan: enerzijds te veel informatie die zonder inschakeling van professionele tussenpersonen voor in ieder geval particuliere beleggers nauwelijks nog is te bevatten en anderzijds te veel kosten voor de opstellers om te voldoen aan de inhoudseisen van de verplicht te verstrekken informatie én om die informatie min of meer ‘aansprakelijkheidsproof’ te maken.

De reactie van de regelgevers volgde. Steeds vaker werd gezocht naar een enigszins gemitigeerde balans tussen enerzijds beleggersbescherming in de vorm van informatieverstrekking en anderzijds de kosten die uitgevende instellingen moeten maken voor het verstrekken van die en andere informatie. De zoektocht naar een zekere balans is in diverse gevallen vormgegeven door het opnemen van meer vrijstellingen van of uitzonderingen op de hoofdregel tot het verstrekken van gedetailleerde informatie.

3 A.S. Oppenheim, *Het prospectus der Naamloze Vennootschap*, 1908.

4 FSA-rapport ‘Disclosure tot Consumers’. Issues Paper 3 januari 2002, p. 6-7 (website fsa.gov.uk).

Bovendien leidde het tot volle wasdom gekomen informatieparadigma tot – ingevolge MiFID I en MiFID II – toenemende zorgplichten van en gedragsregels voor professionele tussenpersonen die particuliere (niet-professionele) beleggers adviseren over en diensten verlenen bij het kopen en beheren van effecten: een verschuiving naar verantwoordelijkheid van tussenpersonen over het aan de met name niet-professionele belegger uitleggen en verstrekken van de relevante informatie in vereenvoudigde vorm en, indien nodig op basis van het ‘klantprofiel’, een belegger te weerhouden om te beleggen in bepaalde financiële instrumenten ter bescherming van de belegger tegen zichzelf (*‘goalkeeper’*-model).⁵

De Europese regelgever zag een compromis door vereenvoudigingen aan te brengen in de vorm van een *‘key information document’* (‘KID’), een verkort informatiedocument waarin aan particuliere beleggers de kernelementen van een beleggingsproduct in een gestandaardiseerd kort document worden verschaft. De constatering dat de samenvatting in een prospectus meestentijds het enige onderdeel van een prospectus is dat wordt gelezen door niet-professionele beleggers, leidde er toe dat er steeds meer inhoudseisen werden gesteld aan de samenvatting, die tegelijkertijd in een keurslijf van in beginsel maximaal zeven gedrukte pagina’s moet passen en in bepaalde gevallen mag worden vervangen door een KID die enkele pagina’s meer mag bevatten (239). Kortom, het informatieparadigma is nog steeds het ‘Leitmotiv’ maar de effectiviteit als de hoogste vorm van beleggersbescherming is aan het kenteren. Dat blijkt vooral uit de recentste loot aan de stoere Europese informatieboom: de Prospectusverordening 2017. In die verordening lijkt de hoeveelheid vrijstellingen van en uitzonderingen op de hoofdregel langzaam maar zeker over te hellen naar ‘besparing’ van informatiekosten voor effectenuitgevende instellingen. Het is als het ware een ‘voor elk wat wils’ informatieregime geworden voor effectenuitgevende instellingen of, zoals Arons en De Jong het aanduiden, ‘minder lasten, meer flexibiliteit en relevantie’.⁶

1.2 *Inhoud van dit boek en dit hoofdstuk*

103. Inhoud van dit boek – De bescherming van beleggers heeft haar beslag gekregen door het opleggen van informatie- en meldingsplichten voor effectenuitgevende instellingen, haar aandeelhouders, certificaathouders, andere stemgerechtigden en obligatiehouders, alsmede in de situatie dat een openbaar bod op haar effecten wordt uitgebracht. De infor-

5 C.M. Grundmann-van de Krol, Het informatieparadigma voorbij, in: *M(et) R(echt). Liber Amicorum Theo Raaijmakers*, 2009, p. 165-180. Zie ook B.J. de Jong over het informatieparadigma en de veronderstelde rationaliteit van juridische informatieplichten in: *De spannende driehoeksverhouding tussen financiële markten, recht en economische wetenschap*, 2015, p. 12-13.

6 T.M.C. Arons & B.J. de Jong, Een nieuwe verordening voor prospectus 2.0: minder lasten, meer flexibiliteit en relevantie, *Ondernemingsrecht* 2017/17, p. 110-119.

matie- en meldingsplichten vormen de inhoud van dit boek. Het betreft de regels bij of krachtens de Wft of ingevolge bepaalde Europese verordeningen gesteld ter zake van

- het aanbieden van effecten aan het publiek en het toelaten van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt (hoofdstukken 2 en 3);
- het verschaffen door effectenuitgevende instellingen van informatie aan aandeelhouders, certificaathouders en andere stemgerechtigden en obligatiehouders alsmede de transparantieregels ter bevordering van langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders ingevolge het toekomstige Hoofdstuk 5.6A Wft (hoofdstuk 4);
- het melden door beleggers van hun kapitaal- of zeggenschapsbelang in een ‘beursgenoteerde’ effectenuitgevende instelling (hoofdstuk 5);
- het onverwijld publiceren van voorwetenschap (‘koersgevoelige informatie’) door een effectenuitgevende instelling ter voorkoming van marktmisbruik, regels voor insiders en over onder meer marktpeilingen waaronder het ‘polsen’ van (potentiële) beleggers (hoofdstuk 6); en
- het uitbrengen van een openbaar bod op effecten (hoofdstuk 7).

De meeste in de hiervoor vermelde hoofdstukken behandelde regels zijn erop gericht dat voldoende en adequate informatie wordt verstrekt tijdens en na de aanbieding van effecten of de toelating daarvan tot de handel en indien een openbaar bod op die effecten wordt gedaan. Afgezien van de regels voor het aanbieden van effecten aan het publiek zijn de meeste transparantie-, meldings- en verbodsregels alleen van toepassing indien de effecten worden of zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt (130-132). Voor toepasselijkheid van de anti-misbruikwetgeving is behalve toelating van effecten op een gereglementeerde markt ook toelating tot een multilaterale handelsfaciliteit (MTF; 133-135) of georganiseerde handelsfaciliteit (OTF; 137-138) relevant. De regels die in de hoofdstukken worden behandeld, zijn – met uitzondering van de Prospectusverordening 2017 en de Verordening marktmisbruik (‘MAR 2014’) – weliswaar opgenomen in Deel 5 Wft, maar dat neemt niet weg dat andere delen van de Wft van belang zijn, vooral Deel 1 Wft met daarin diverse definities van voor dit boek relevante kernbegrippen die echter ten aanzien van sommige onderwerpen van Deel 5 Wft afzonderlijk en in afwijkende zin zijn omschreven of gedefinieerd. Deel 1 Wft is ook van belang voor het toezicht en de handhaving van de bij of krachtens de Wft gestelde regels. De *algemene* toezichts- en handhavingsinstrumenten waarover de financiële toezichthouders – de AFM en DNB – beschikken, zijn uitvoerig behandeld in de hoofdstukken 5 en 6 van het algemene Deel I van *Koersen door de Wet op het financieel toezicht* en worden in dit boek niet behandeld. Wél wordt in ieder hoofdstuk in een slotparagraaf ingegaan op *specifieke* toezichts- of handhavingsinstrumenten die betrekking hebben op het onderwerp van het desbetreffende hoofdstuk. Zo heeft de Wft-wetgever voor bepaalde in dit boek behandelde onderwerpen gekozen voor een

civielrechtelijke handhaving in plaats van bestuursrechtelijk toezicht en bestuursrechtelijke handhaving door de AFM dan wel aan de AFM specifieke bevoegdheden toegekend.

104. Onderwerpen of regels die buiten beschouwing blijven – De inhoud van dit boek heeft betrekking op de bij of krachtens de Wft en bepaalde Europese verordeningen gestelde regels aan en voor een effectenuitgevende instelling en haar aandeelhouders of certificaathouders. Specifieke bepalingen voor die effectenuitgevende instellingen die *tevens* aan te merken zijn als een financiële onderneming in de zin van artikel 1:1 Wft, zoals een beleggingsinstelling, een beleggingsonderneming of een bank blijven buiten beschouwing. Dergelijke specifieke regels, zoals bezoldigingsregels, het vereiste van een verklaring van geen bezwaar voor het nemen van een gekwalificeerde deelneming in een financiële onderneming, alsmede die regels in de Verordening marktmisbruik ('MAR 2014') die specifiek betrekking hebben op een financiële onderneming, worden behandeld in de andere afzonderlijke thematische delen: zie *Deel III – Beleggingsinstellingen en icbe's*, *Deel IV – Beleggingsondernemingen* en *Deel V – Banken*. De keuze voor behandeling van de bij of krachtens de Wft gestelde regels en de ingevolge de Prospectusverordening 2017 en de MAR 2014 van toepassing zijnde regels voor een *effectenuitgevende* instelling en belanghebbenden in en bij een effectenuitgevende instelling impliceert dat andere regelgeving, hoe belangrijk of interessant ook, buiten beschouwing blijft. Concreet betekent dit dat civielrechtelijke regelgeving zoals boek 2 BW en de Nederlandse Corporate Governance Code, maar ook andere privaatrechtelijke regelgeving of publiekrechtelijke regelgeving zoals de Wet toezicht financiële verslaggeving niet, behalve ten aanzien van enkele onderwerpen slechts zijdelings, worden behandeld.

105. Inhoud van dit hoofdstuk – In dit eerste hoofdstuk wordt ingegaan op enkele basis- of kernbegrippen die (mede) bepalend zijn voor de reikwijdte van de regels waaraan effectenuitgevende instellingen en haar beleggers zijn onderworpen. Met name de volgende begrippen zijn relevant: uitgevende instelling (paragraaf 2), effecten waaronder elementen als 'verhandelbaar', deelnemingsrechten in een instelling voor collectieve belegging (een 'icbe' en een 'abi') en het onderscheid 'open end' en 'closed end' en het begrip 'gereguleerde informatie' (paragraaf 3), de drie handelsplatformen gereguleerde markt, MTF en OTF (paragraaf 4), en het Europese en nationale begrip 'gekwalificeerde belegger' (paragraaf 5).

Gelet op het feit dat, zoals uit de volgende hoofdstukken zal blijken, relatief veel Europese verordeningen zowel op het eerste niveau van regelgeving als op het tweede niveau – uitvoerings- of gedelegeerde verordeningen – direct dan wel indirect van toepassing zijn, wordt ook kort stilgestaan bij artikel 1:3a Wft en artikel 1:23 Wft. Artikel 1:3a Wft is relevant in het kader van de handhaving van Europese verordeningen voor zover die ingevolge het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten toekomt aan de

AFM (paragraaf 6). Artikel 1:23 Wft is relevant omdat op grond daarvan toepasselijkheid van artikel 3:40 lid 2 BW is uitgesloten op privaatrechtelijke rechtshandelingen die zijn verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels waarvan via artikel 1:3a Wft in beginsel ook EU-bepalingen deel uitmaken (paragraaf 7).

Tot slot wordt in dit hoofdstuk aandacht besteed aan ESMA, die deel uitmaakt van de Europese toezichtstructuur ESFS. ESMA heeft – gelet op haar werkterrein en door de aan haar toegekende bevoegdheden – relatief grote invloed op de regels die in dit boek worden behandeld (paragraaf 8).

Hoewel het begrip ‘financiële instrumenten’ een belangrijk begrip is in het kader van talloze Wft-regels, blijft een uitvoerige behandeling van dit begrip achterwege en wordt volstaan met het schetsen van de oorsprong en waar het begrip te vinden is. Weliswaar is in de MAR 2014 een uitgevende instelling ook een entiteit die financiële instrumenten in de zin van MiFID II emitteert, echter dit boek heeft vooral betrekking op instellingen die *effecten* uitgeven (effectenuitgevende instellingen).

2 BEGRIIP ‘UITGEVENDE INSTELLING’

106. Diverse omschrijvingen in de Wft – In artikel 1:1 Wft is een algemene en korte ‘basisdefinitie’ van ‘uitgevende instelling’ opgenomen die indertijd is ontleend aan de omschrijving van ‘uitgevende instelling’ zoals die was opgenomen in de Prospectusrichtlijn 2003: ‘een *ieder* die effecten heeft uitgegeven of voornemens is effecten uit te geven’. Uit de Nederlandse toelichting bij de implementatiewet van de Prospectusrichtlijn 2003 blijkt dat van het ‘voornemen om effecten uit te geven’ sprake is indien de instelling, of het daartoe bevoegde orgaan daarbinnen, de wil geopenbaard heeft een besluit inhoudende de uitgifte van effecten te nemen.⁷ Voor een volledig begrip van deze basisdefinitie is tevens het, eveneens in artikel 1:1 Wft omschreven, begrip ‘effecten’ relevant (zie paragraaf 3.4). Beide omschrijvingen tezamen leiden tot een omschrijving van ‘effectenuitgevende instelling’ in de zin van artikel 1:1 Wft. Echter, voor de toepassing van de regels van Deel 5 Wft die de kerninhoud vormen van dit boek en grotendeels bestaan uit de implementatie van Europese regels, zijn diverse – van de ‘basisdefinitie’ van artikel 1:1 Wft – afwijkende definities of omschrijvingen opgenomen in de verschillende hoofdstukken waaruit Deel 5 Wft bestaat. Daarnaast bevatten de Prospectusverordening 2017 en de MAR 2014 ‘eigen’ omschrijvingen van ‘uitgevende instelling’ die maatgevend zijn voor de toepassing van de in beide verordeningen opgenomen regels.

⁷ Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, nr. 19, p. 379.

3 DE BEGRIPPEN ‘EFFECTEN’ EN ‘FINANCIËLE INSTRUMENTEN’

3.1 *Inleiding*

107. Inleidende opmerkingen – Het begrip ‘effecten’ speelt een belangrijke rol in de beantwoording van niet alleen de vraag of er sprake is van een ‘effectenuitgevende instelling’, maar ook voor de toepasselijkheid van onder meer de prospectusplicht ingevolge de Prospectusverordening 2017. In de Wft is, evenals in de Prospectusverordening 2017 en MiFID II, een onderscheid aangebracht tussen enerzijds effecten en anderzijds financiële instrumenten met dien verstande dat effecten tevens vallen onder het zeer ruime begrip ‘financiële instrumenten’. Voor het algemene effectenbegrip sluit de Prospectusverordening 2017 aan bij het effectenbegrip van MiFID II. Daarnaast is in de Prospectusverordening 2017 een onderscheid gemaakt tussen effecten met en zonder aandelenkarakter. Zoals hierna zal blijken, rijzen wat betreft de inhoud van het begrip ‘effecten’ enkele vragen, waaronder de inhoud van het element ‘verhandelbaar’, wat moet worden verstaan onder ‘met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs’, wat het verschil is tussen enerzijds een niet onder het effectenbegrip vallende optie die betrekking heeft op effecten, en anderzijds het wel onder het effectenbegrip vallend ‘elk ander verhandelbaar waardebewijs waarmee een effect kan worden verworven’ en de betekenis van ‘waardepapier’ of ‘waardebewijs’. De uitleg van het begrip ‘verhandelbaar’ is ook van belang voor deelnemingsrechten in een instelling voor collectieve belegging. Dergelijke deelnemingsrechten vallen alleen dan onder het begrip ‘effecten’ indien zij verhandelbaar zijn. Niet-verhandelbare deelnemingsrechten vallen onder de categorie financiële instrumenten. Evenals dat het geval is bij de omschrijving van ‘uitgevende instelling’ in artikel 1:1 Wft zijn enkele van artikel 1:1 Wft afwijkende definities of omschrijvingen van ‘effecten’ opgenomen in de verschillende hoofdstukken van Deel 5 Wft.

3.2 *Effecten in de zin van MiFID II*

108. Effecten in de zin van MiFID II – Het effectenbegrip in MiFID II is ten opzichte van het effectenbegrip in artikel 4 lid 1 punt 18 MiFID I inhoudelijk ongewijzigd gebleven. Artikel 4 lid 1 punt 44 MiFID II omschrijft ‘effecten’ als alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren *met uitzondering van betaalinstrumenten*. Vervolgens is deze algemene omschrijving als het ware toegelicht door opname van enkele voorbeelden door de zinsnede ‘zoals’:

- a. aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten (*‘depository receipts’*);

- b. obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten (*'depository receipts'*) betreffende dergelijke effecten;
- c. alle andere waardepapieren die het recht verlenen om die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven.

Het begrip 'certificaten' is afzonderlijk gedefinieerd door te verwijzen naar artikel 2 lid 1 punt 27 MiFIR. Daarin zijn 'certificaten' omschreven als 'op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren die in het geval van een terugbetaling van inbreng door de uitgevende instelling voor aandelen komen, maar na ongedekte obligaties en soortgelijke instrumenten'. Deze omschrijving is de facto geen definitie maar een rangregeling. In artikel 4 lid 1 punt 45 MiFID II zijn 'representatieve certificaten' (*'depository receipts'*) afzonderlijk gedefinieerd als: 'op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren die eigendom vertegenwoordigen van de waardepapieren van een niet-gedomicileerde uitgevende instelling en kunnen worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt en onafhankelijk van de waardepapieren van de niet-gedomicileerde uitgevende instelling kunnen worden verhandeld'. Wat verstaan moet worden onder 'niet-gedomicileerde uitgevende instelling' is niet nader omschreven. Uit ESMA's Final Report voor technisch advies over MIFID II en MIFIR⁸ is af te leiden dat met 'niet-gedomicileerde uitgevende instelling' wordt bedoeld op de praktijk dat *'depository receipts'* die rechtstreeks betrekking hebben op reeds uitgegeven effecten, worden uitgegeven – meestal door banken – in andere jurisdicties dan de jurisdictie van de instelling die de onderliggende effecten heeft uitgegeven.

'ESMA noted that today depository receipts are traded on trading venues and OTC and are used by firms located in other jurisdictions to facilitate cross-border trading. For investors, depository receipts make securities issued in other countries more accessible and usually at a lower cost than if the investor were to buy directly the issued shares in the home country. (...) New depository receipts can be created or cancelled depending on investor interest with new ones created where there is greater demand in the international market and cancelled when there is greater demand in the home market.'

Met andere woorden, de domicilie (land van vestiging) van de uitgevende instelling van de *'depository receipts'* is niet het land van vestiging (domicilie) van de uitgevende instelling van de onderliggende effecten.

8 ESMA 2014/1569 van 19 december 2014, randnummer 32 (sectie 'Transparency') op p. 203-204.

3.3 *Effecten in de zin van de Prospectusverordening 2017 en MiFID II*

109. Effecten in de zin van de Prospectusverordening 2017 – Artikel 2 lid 1 sub a Pv 2017 definieert effecten als verhandelbare effecten in de zin van artikel 4 lid 1 punt 44 MiFID II (108), *met uitzondering van geldmarktinstrumenten* in de zin van artikel 4 lid 1 punt 17 MiFID II die een looptijd hebben van minder dan twaalf maanden ('kort geldmarktpapier'). In artikel 4 lid 1 punt 17 MiFID II zijn geldmarktinstrumenten omschreven als 'alle categorieën instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld, zoals schatkistpapier, depositocertificaten en commercial papers, betaalinstrumenten uitgezonderd'. Geldmarktinstrumenten hebben de volgende kenmerken: (a) de waarde kan te allen tijde worden vastgesteld en (b) hebben bij uitgifte een looptijd van 397 dagen of minder.⁹ Wanneer deze beide verwijzingen worden 'ingelezen' voor het antwoord op de vraag wat effecten in de zin van de Prospectusverordening 2017 zijn, komt het volgende naar voren.

Effecten zijn – *met uitzondering van betaalinstrumenten én kortlopende geldmarktinstrumenten* – alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren *zoals*

- a. aandelen in vennootschappen en andere met aandelen in vennootschappen, partnerships of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten (*depository receipts*);
- b. obligaties en andere schuldinstrumenten, alsmede certificaten (*depository receipts*) betreffende dergelijke effecten;
- c. alle andere waardepapieren die het recht verlenen die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstofprijzen of andere indexen of maatstaven.

Met betrekking tot de laatste categorie is Overweging 10 van Prospectusverordening 2017 relevant:

'Een aantal van de onder deze verordening vallende effecten verlenen de houder het recht verhandelbare effecten te verwerven of door middel van een afwikkeling in contanten een geldbedrag te ontvangen dat wordt bepaald middels een verwijzing naar andere instrumenten, met name verhandelbare effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffen of andere indices of maatstaven. Deze verordening heeft met name betrekking op warrants, covered warrants, certificaten, *depository receipts* en converteerbare effecten, zoals effecten die uitwisselbaar zijn naar keuze van de belegger.'

⁹ Artikel 11 Gedelegeerde Verordening 2017/565 van 25 april 2016, *PbEU* 2017, L 87.

3.4 *Effecten in de zin van de Wft*

110. Effecten in de zin van artikel 1:1 Wft – Anders dan in MiFID II en in de Prospectusverordening 2017 is in artikel 1:1 Wft geen algemene omschrijving gegeven met een drietal voorbeelden van categorieën instrumenten die onder de algemene omschrijving ‘op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren’ vallen. In artikel 1:1 Wft is een omschrijving van effecten opgenomen die uiteenvalt in drie categorieën effecten:

- a. een verhandelbaar aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs of recht, *niet zijnde* een appartementsrecht;
- b. een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument; of
- c. elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling uitgegeven verhandelbaar waardebewijs waarmee een onder (a) of (b) bedoeld effect door uitoefening van de daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld kan worden afgewikkeld.

Onder dat laatste vallen, zoals ook vermeld in Overweging 10 van Prospectusverordening 2017 (109), onder meer *warrants*,¹⁰ door een uitgevende instelling uitgegeven ‘waardebewijzen’ die het recht geven om tegen vooraf bepaalde voorwaarden andere effecten te verkrijgen of die worden afgewikkeld in contanten dan wel converteerbare obligaties.¹¹ Geldmarktinstrumenten (109) vallen onder de definitie van financieel instrument, maar kunnen – althans volgens de parlementaire geschiedenis van de Wft – tevens onder het begrip ‘effecten’ vallen mits zij (a) verhandelbaar zijn en (b) gelijk te stellen zijn met bijvoorbeeld schuldinstrumenten.¹²

Duidelijk is dat verhandelbaarheid bij elk van deze drie categorieën een vereiste is om te worden aangemerkt als een ‘effect’ in de zin van artikel 1:1 Wft. Gelet op de Europese definities (108 en 109) moet daaraan worden toegevoegd dat het zal moeten gaan om verhandelbaarheid op de ‘*kapitaalmarkt*’.

De vraag kan worden gesteld welke betekenis kan of moet worden toegekend aan het opnemen van een uitzondering voor appartementsrechten, waarbij mag worden aangenomen dat bedoeld zijn appartementsrechten in de zin van artikel 5:106 lid 4 BW. De uitzondering was al opgenomen in artikel 3 Wet effectenhandel 1986 (Weh 1986) met een verwijzing naar appartementsrechten in de zin van (toen) artikel 875a lid 3 BW en vervolgens

10 Een ‘*warrant*’ is het recht om binnen een bepaalde termijn tegen een bepaalde koers een (certificaat van een) aandeel of obligatie te verwerven. Een warrant wordt meestal tegelijkertijd met een aandeel of obligatie uitgegeven. Een ‘*covered*’ warrant geeft de houder het recht om reeds bestaande aandelen of obligaties te verwerven dan wel het recht op betaling van het verschil tussen de uitoefenprijs van de warrant en de beurskoers ten tijde van de uitoefening. Dergelijke warrants worden niet uitgegeven door de vennootschap waarvan het de aandelen of obligaties betreft, maar door een derde (meestal een kredietinstelling).

11 *Kamerstukken II 2005-2006*, 29 708, nr. 19, p. 367.

12 *Kamerstukken II 2005-2006*, 29 708, nr. 41, p. 50.

in artikel 2 Wte 1992 en artikel 2 Wte 1995. De toelichting bij artikel 3 Weh 1986 werpt geen licht op de uitzondering van appartementsrechten, aangezien de toelichting niet meer of minder behelst dan een herhaling van de wettekst.¹³ Hoewel artikel 3 Weh 1986 volgens de toelichting voortborduurde op de Beschikking beursverkeer 1947, was in deze beschikking niets opgenomen over appartementsrechten. Schaafsma en Wijmeersch merkten over artikel 3 Weh 1986 op:

‘Nu met het oog op fondsen voor gemene rekening (...) rechten van deelgenootschap als effect zijn erkend, heeft men kennelijk nodig geoordeeld om de uitzondering te maken dat appartementsrechten geen effecten zijn, maar er zijn wel meer rechten van deelgenootschap die niemand als effecten zal aanzien, bijvoorbeeld rechten van een maat in een maatschap van beroepsbeoefenaren.’¹⁴

Hoe dan ook, de uitzondering maakt duidelijk dat appartementsrechten geen effecten in de zin van de Wft zijn, ook al zouden die verhandelbaar zijn op de kapitaalmarkt. Wellicht dat er in Europees verband enige onduidelijkheid bestond over de vraag of appartementsrechten onder de prospectusregelgeving zouden vallen. In artikel 1 lid 2 sub f Pv 2017 is bepaald dat de verordening niet van toepassing is op ‘niet-fungibele kapitaal aandelen die in de eerste plaats bedoeld zijn om de houder een recht te verlenen om een appartement, of andere vorm van onroerend goed of een gedeelte ervan te betrekken en die niet verkocht kunnen worden zonder van dat recht afstand te doen’. Deze niet-toepasselijkheidsbepaling impliceert dat dergelijke rechten eventueel zouden (kunnen) vallen onder het effectenbegrip van de Prospectusverordening 2017, maar dat het niet de bedoeling is dat het aanbieden van dergelijke rechten ingevolge de Prospectusverordening 2017 prospectusplichtig is.

3.5 *Het begrip ‘verhandelbaar’ en begrip ‘waardepapier’ of ‘waardebewijs’*

111. Het begrip ‘verhandelbaar’: toelichting Wft – Is in de Europese regelgeving de verhandelbaarheid expliciet gekoppeld aan het zijn van verhandelbaar, ‘op de kapitaalmarkt’ volstaat de Wft-definitie met ‘verhandelbaar’. Wat betreft het element ‘verhandelbaar’ dan wel ‘verhandelbaar op de kapitaalmarkt’ is in MiFID II geen wijziging aangebracht. De toelichting in de Wft en in die documenten die betrekking hebben op de Europese regelgeving, kan derhalve nog dienen als uitleg of nadere toelichting.

¹³ Zie *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 750, nr. 1-3, p. 16.

¹⁴ J.R. Schaafsma & E. Wijmeersch, *Bescherming van beleggers ter beurse*, preadviezen van de Vereniging ‘Handelsrecht’ en de Nederlandse Vereniging van Europees Recht 1986, p. 32-33.