

De relatie tussen beleggingsvorm en toezicht

Hoe gedragstoezicht de keuze voor een beleggingsvorm beïnvloedt

Mr. M.E.J. Verrest en Mr. A.Q.R. Paijmans¹

1. Inleiding

In dit artikel zal vanuit financieelrechtelijk perspectief aandacht worden besteed aan de vorm van beleggingsproposities die op de financiële markten worden aangeboden. Zo worden er op de financiële markten bijvoorbeeld beleggingen in vastgoedprojecten aangeboden in de vorm van aandelen, deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, obligaties en beleggingsobjecten². Materieel gezien gaat het om dezelfde soort belegging: een belegging in vastgoed³. Waarom wordt er gekozen voor een bepaalde beleggingsvorm? De keuze voor de vorm van een belegging is meestal ingegeven door marktomstandigheden, fiscale behandeling van de onderliggende belegging⁴, de keuze voor het van toepassing zijnde financieelrechtelijke toezicht op de belegging of een combinatie van deze factoren. Op de marktomstandigheden en de fiscale behandeling van de onderliggende belegging zal in dit artikel niet verder worden ingegaan.

In dit artikel staat de keuze voor een bepaalde beleggingsvorm centraal omwille van het (al dan niet) van toepassing zijnde financieelrechtelijke toezicht op de belegging. In dat kader zal onder §2. worden ingaan op de reikwijdte en structuur van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Wft-toezicht op beleggingen, waarbij ook aandacht zal worden besteed aan de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn⁵. Daarbij zal aan de hand van een casus worden ingegaan op de meest voorkomende vormen van beleggingsproposities, die niet onder de reikwijdte van de Wft vallen, omdat zij daarvan zijn uitgezonderd of vrijgesteld. In aanvulling hierop zal onder §3. de reikwijdte en structuur van de op 15 oktober 2008 in werking getreden Wet oneerlijke handelspraktijken (Ohp) worden besproken, die door de AFM via de Wet handhaving consumenten bescherming (Whc) wordt gehandhaafd voor zover het om overtredingen op financieel gebied gaat⁶.

Ook wordt ingegaan op de vraag hoe het toezicht in het kader van de Wft zich verhoudt tot het toezicht in het kader van de Whc op naleving van de Ohp en in welke mate de Ohp lacunes in de Wft opheft.

Ten slotte zal vanuit het oogpunt van consumentenbescherming na de conclusie in §4. in §5. worden stilgestaan bij mogelijke verbeterpunten. In dit kader wordt aandacht besteed aan een aantal inconsistenties in de wijze waarop de Wft materieel dezelfde belegging reguleert, waardoor soms lacunes optreden in de

¹ Maarten Verrest en André Paijmans zijn werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten als Senior Jurist bij de afdeling Juridische Zaken en Plaatsvervangend-Boetefunctionaris. Daarnaast is Maarten Verrest advocaat in dienstbetrekking van de AFM. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel. De auteurs danken prof. mr. R.H. Maatman en mr. D. Haas voor hun waardevolle inbreng bij de totstandkoming van deze bijdrage.

² Een beleggingsobject is kort gezegd een zaak, een recht op een zaak of een recht op het al dan niet volledige rendement in geld of een gedeelte van de opbrengst vaneen zaak, bij welke verkrijging aan de verkrijger een rendement in het vooruitzicht wordt gesteld en waarbij het beheer van de zaak hoofdzakelijk wordt uitgevoerd door een ander dan de verkrijger.

³ De juridische aanspraak op het onderliggende vastgoed varieert al naar gelang van het soort belegging en of direct of indirect wordt belegd in het onderliggende vastgoed.

⁴ Bij de fiscale behandeling van de onderliggende belegging kan gedacht worden aan (het behoud van) de status van fiscale beleggingsinstelling. Zie voor meer informatie over de status van fiscale beleggingsinstelling prof. dr. L.G.M. Stevens, "Elementair belastingsrecht voor economen en bedrijfsjuristen 2009/2010", 2009 Kluwer, Deventer, hoofdstuk 15.6 Beleggingsinstellingsregeling en vrijgestelde beleggingsinstelling, p. 430 e.v.

⁵ *Stb.* 2006, 475, Richtlijn 2003/71/EG, Richtlijn 2004/109/EG.

⁶ *Stb.* 2008, 397, *Stb.* 2006, 591.

bescherming van beleggers. De centrale stelling daarbij is dat meer 'preventief toezicht' in de Wft een betere bescherming voor consumenten/beleggers oplevert.

Door het toepassingsbereik van het Wft-toezicht op productinformatie, informatieverplichtingen en instellingen waar mogelijk te verruimen, kan leed van beleggers worden voorkomen of verminderd. Daarbij gaan onze gedachten uit naar het inperken van bepaalde vrijstellingen en uitzonderingen, het herintroduceren van informatieverplichtingen voor effecten die niet tot de handel van een gereglementeerde markt zijn toegelaten en het introduceren van een vergunningstelsel met kwaliteitseisen (instellingentoezicht) voor bepaalde effectenuitgevende instellingen. In het licht van de kredietcrisis kan men zich afvragen hoe gelukkig het afschaffen of verruimen van een aantal regels in het kader van de liberalisering van de kapitaalmarkten voorafgaand aan de kredietcrisis is geweest. Hoewel de Ohp een belangrijke aanvulling op het toezicht van de AFM is voor de aanpak van malafide beleggingen die plaatsvinden buiten de reikwijdte van de Wft, kunnen hierdoor niet alle Wft-lacunes worden gedicht⁷.

2. Wet op het financieel toezicht

In deze paragraaf zal worden ingaan op de reikwijdte en structuur van de Wft en het Wft-toezicht op beleggingen. In dat kader zal onder §2.1 aandacht worden besteed aan het doel van het Wft-toezicht (2.1.1), de prospectusplicht en de transparantieplichtingen (2.1.2) en het instellingentoezicht onder de Wft (2.1.3). Bij deze bespreking zal ook aandacht worden besteed aan verschillen in behandeling van bepaalde beleggingsvormen onder de Wft. Onder §2.2 wordt ingegaan op de vrijstellingen en uitzonderingen op de Wft, die gelden voor de verschillende beleggingsvormen.

2.1 Wft-toezicht

2.1.1 Doel van het Wft-toezicht

Het doel van Wft-toezicht op beleggingen is voornamelijk beleggersbescherming. Het toezicht grijpt onder meer aan bij het gedrag van de aanbieder in de relatie tussen aanbieder en belegger. Voornamelijk betreft dit gedragstoezicht informatieverstrekking van de aanbieder aan de (particuliere) belegger. Gedragstoezicht is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten⁸. Voor wat betreft het prospectustoezicht wordt het doel mooi omschreven in overwegingen 10, 18 en 19 van de Prospectusrichtlijn.

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

Samen met gedragsregels bevordert de verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instellingen ervan de bescherming van de beleggers. Deze informatie vormt tevens een doeltreffend middel om het vertrouwen in effecten te versterken en draagt aldus bij tot de goede werking en de ontwikkeling van de effectenmarkten. De informatie dient te worden verstrekt door middel van de publicatie van een prospectus.

Evenals alle andere beleggingsvormen brengen beleggingen in effecten risico's met zich. In alle lidstaten dienen waarborgen ter bescherming van de belangen van huidige en potentiële beleggers te worden

⁷ Dit artikel is afgerond op 26 januari 2011. Eventuele nadien opgekomen actualiteiten zijn derhalve niet verwerkt.

⁸ Zie artikel 1:25 Wft.

geboden, zodat dezen in staat worden gesteld deze risico's in te schatten en met volledige kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.”⁹

De transparantierichtlijn kent een vergelijkbare doelstelling met betrekking tot efficiënte, transparante en geïntegreerde markten door openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatieverstrekking over effectenuitgevende instellingen¹⁰.

Naast toezicht op informatieverstrekking is op sommige aanbieders van beleggingen instellingentoezicht (gecombineerd met een vergunningstelsel van kwaliteitseisen) van toepassing. Dit geldt voor beheerders van beleggingsinstellingen en aanbieders van beleggingsobjecten. Doel hiervan is aanbieders aan bepaalde kwaliteitseisen - onder meer eisen t.a.v. de beheerste en integere bedrijfsvoering, eigen vermogen, deskundigheid en betrouwbaarheid van het bestuur - te laten voldoen, zodat niet iedere willekeurige aanbieder op de financiële markten actief kan zijn. Dit is van belang omdat een beheerder van een beleggingsinstelling aanzienlijke geldbedragen van beleggers onder zijn beheer kan hebben, hetgeen een bijzondere zorgplicht oplevert. Door dergelijke instellingen onder toezicht te stellen kan de AFM er op toezien dat de instellingen aan de wettelijke kwaliteitseisen voldoen. Om in te kunnen grijpen beschikt de AFM over de nodige bevoegdheden zoals een aanwijzingsbevoegdheid, een bevoegdheid om een last onder dwangsom of een boete op te leggen, of een stille curator aan te stellen.

2.1.2 Prospectusplicht en transparantieverplichtingen

Voor een goed inzicht van de belegger in een beleggingspropositie is het van belang dat hij beschikt over informatie ten aanzien van de belegging, de aanbieder van de belegging en de risico's. In de Wft zorgen de prospectusplicht en transparantieverplichtingen daarvoor als ook de verplichting om een financiële bijsluiter op te stellen. Deze informatie is zowel van belang bij het maken van de keuze om op een bepaalde beleggingspropositie in te gaan als daarna. Bij het maken van de keuze voor een bepaalde beleggingspropositie is voornamelijk het prospectus van belang en de financiële bijsluiter voor zover van toepassing. Er bestaan drie soorten prospectussen in de Wft: Het goedgekeurde prospectus van artikel 5:2 Wft, dat voortvloeit uit de prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn: deze verplichting geldt voor effecten¹¹. Dat zijn kort gezegd verhandelbare aandelen, obligaties en deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling (beleggingsinstellingen zonder inkoopverplichting)¹². Het prospectus van artikel 4:49 Wft voor andere deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling dan verhandelbare deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling en het beleggingsobjectenprospectus van artikel 4:30a Wft¹³. De verplichting om een financiële bijsluiter op te stellen geldt voor beleggingsinstellingen, beleggingsobjecten en voor andere beleggingsproducten voor zover deze als 'complex' zijn aan te merken¹⁴.

Nadat beleggers zijn ingegaan op de beleggingspropositie is periodieke en incidentele informatie ten aanzien van de aanbieder en of de belegging van belang. Dat betreft informatie als (half)jaarlijkse financiële verslaggeving en informatie over wijzigingen in de rechten verbonden aan de beleggingen en koersgevoelige informatie. Deze informatie is voor de houder van een belegging van belang om te kunnen zien, te volgen en te beoordelen hoe het met de belegging en de aanbieder gaat. In de Wft zijn daartoe transparantieverplichtingen opgenomen voor beheerders van beleggingsinstellingen en aanbieders van

⁹ Zie noot 5.

¹⁰ Zie overwegingen 1,2 en 5 van de Transparantierichtlijn.

¹¹ Zie artikel 1:1 onder 'effecten', Wft.

¹² Zie M.E.J. Verrest, "De werking van de Prospectusrichtlijn op beleggingsinstellingen", FR 2005, p.247-253 voor enige kritische kanttekeningen bij de implementatie van de Prospectusrichtlijn m.b.t. de uitleg die de wetgever heeft gegeven aan de definitie van closed-end beleggingsinstelling.

¹³ Zie artt. 4:48, 4:49 j° § 10.3.1 BGfo en 4:30a Wft j° afdeling 10.1 BGfo.

¹⁴ Icbes kennen hun eigen financiële bijsluiter. Zie voor een definitie van complexe producten artikel 1 BGfo.

beleggingsobjecten (in deel 4)¹⁵ en voor uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt (in deel 5).

Op grond van de transparantieverplichtingen in deel 5 van de Wft dienen uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, te zorgen voor (half)jaarlijkse financiële verslaggeving, tussentijdse verklaringen als kwartaalinformatie en een jaarlijks document¹⁶ (de periodieke informatieverplichtingen)¹⁷. Voorts dienen deze instellingen incidenteel beleggers te informeren over wijzigingen in de rechten verbonden aan de effecten en koersgevoelige informatie te openbaren (incidentele informatieverplichtingen)¹⁸.

Voor effecten, die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, gelden geen periodieke en incidentele informatieverplichtingen op grond van de Wft. Dit was voor de implementatie van de Prospectusrichtlijn in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) in 2005 anders. Indertijd golden er voor deze effecten wel dergelijke verplichtingen¹⁹. Het huidige verschil in informatieverplichtingen tussen de verschillende aanbieders van beleggingen komt arbitrair voor. Voor alle aanbieders van beleggingen gelden op grond van de Wft periodieke en incidentele informatieverplichtingen, behalve voor uitgevende instellingen waarvan de effecten niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Naar ons idee is dit onwenselijk en verdient het aanbeveling te onderzoeken in hoeverre de voorheen geldende informatieverplichtingen voor aanbieders van deze categorie effecten zouden kunnen worden hersteld. De bepalingen ten aanzien van de werkingssfeer van de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn lijken hiertoe voldoende ruimte te bieden²⁰.

¹⁵ Zie voor periodieke en incidentele informatieverplichtingen van beheerders van beleggingsinstellingen de artt. 4:51 en 4:52 Wft j° artt. 119 t/m 125 BGfo en voor icbe's zie ook § 10.3.2. van het BGfo en artikel 4:49, derde lid, Wft. Zie voor periodieke informatieverplichtingen van aanbieders van beleggingsobjecten artikel 67 BGfo.

¹⁶ Een document dat alle gegevens bevat of naar alle gegevens verwijst die een uitgevende instelling in de afgelopen twaalf maanden heeft gepubliceerd of voor het publiek beschikbaar gesteld.

¹⁷ Zie § 5.1.a.1.2 Wft.

¹⁸ Zie artt. 5:25h en 5:25i Wft. Artikel 5:25i Wft geldt ook voor open-end beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten zijn toegelaten op een gereglementeerde markt (zie artikel 5:25b, derde lid, Wft).

¹⁹ Zie artikel 5 Wte 1995 jo artikel art. 6b t/m 9 Bte 1995. De afschaffing van deze verplichtingen zou verklaard kunnen worden uit het feit dat artikel 10 van de Prospectusrichtlijn enkel een openbaarmakingsverplichting kent ten aanzien van uitgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten. Dit artikel stelt echter niet dat voor andere effecten dan effecten, die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, geen openbaarmakingsverplichting geldt of mag gelden. Hoe het ook zij, met de implementatie van de Prospectusrichtlijn is de reikwijdte van de toen geldende periodieke en incidentele informatieverplichtingen in ieder geval ingeperkt tot effecten die niet onder de Prospectusrichtlijn vielen (de zogenaamde artikel 3, vierde lid, Wte 1995 effecten). Deze categorie van effecten (voornamelijk niet verhandelbare aandelen en obligaties) is met de invoering van de Wft op 1 januari 2007 komen te vervallen. Waarschijnlijk vanuit de gedachte van de wetgever dat het merendeel van deze effecten zou zijn aan te merken als beleggingsobject, wat nog maar de vraag is. Niet verhandelbare aandelen en obligaties zijn namelijk wezenlijk andere beleggingsvormen dan een beleggingsobject.

²⁰ Zie artikel 1 van de Prospectusrichtlijn en artikel 1 Transparantierichtlijn over de werkingssfeer van de richtlijnen. Een kanttekening zou kunnen worden geplaatst bij de zeer ruime definitie van effecten in de Transparantierichtlijn (zie artikel 2 Transparantierichtlijn j° artikel 4, eerste lid onder 18, Richtlijn 2004/39/EG). Wordt echter gekeken hoe deze is geïmplementeerd door de Nederlandse wetgever in artikel 5:25i, eerste lid onder a, Wft dan lijkt dit voldoende ruimte te laten om de oude periodieke en incidentele informatieverplichtingen te laten herleven voor andere effecten dan effecten, die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

2.1.3 Instellingentoezicht

Zoals onder §2.1.1 al kort ter sprake kwam, kent de Wft voor twee soorten aanbieders van beleggingen instellingentoezicht (gecombineerd met een vergunningstelsel van kwaliteitseisen): beheerders van beleggingsinstellingen en aanbieders van beleggingsobjecten. Uitgevende instellingen van aandelen en obligaties vallen niet onder instellingentoezicht. Dit onderscheid is op zich vreemd. Het gaat vaak om beleggingsvormen, die onderliggend dezelfde materiële belegging kunnen hebben. Het onderscheid is vanuit historisch perspectief wel enigszins te verklaren. Het feit dat er geen instellingentoezicht is op uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt is waarschijnlijk het gevolg van het feit dat de wet- en regelgeving t.a.v. effecten in Nederland en Europa in eerste instantie is voortgekomen uit de regulering van de beurshandel. Voor Nederland voor het eerst in de Beurswet 1914. Het 'toezicht' op de uitgevende instellingen vond plaats door zelfregulering van de Vereniging voor de Effectenhandel. Later met de totstandkoming en ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt is het systeem van zelfregulering veranderd in wettelijke regulering. Het toezicht op de uitgevende instelling verloopt daarbij via de toelatingseisen van effecten op de gereglementeerde markt, prospectuseisen en marktmisbruik-bepalingen²¹.

Voor buitenbeurshandel (effecten die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt) was in Nederland tot de komst van de Wet effectenhandel (Weh) in 1985 niets geregeld. De Weh moest als tijdelijke wet de grootste misstanden in de handel van niet ter beurze genoteerde effecten tegengaan. Het beleggend publiek moest erop kunnen vertrouwen dat diegenen die effecten aanbieden, hetzij bij uitgifte, hetzij nadien, als uitgevende instelling of verkoper danwel als bemiddelaar, aan redelijke eisen voldoen van onder meer informatieverstrekking, deskundigheid, betrouwbaarheid en bedrijfsvoering²². Daartoe stelde de Weh regels voor het aanbieden van effecten buiten besloten kring²³ en werd een vergunningstelsel in het leven geroepen met de Weh voor niet bij een effectenbeurs aangesloten bemiddelaars. Er werd geen stelsel van kwaliteitseisen op het vlak van deskundigheid, betrouwbaarheid en bedrijfsvoering voor aanbieders geïntroduceerd. In de verdere Europese ontwikkelingen voor aanbiedingen van effecten aan het publiek evenmin.

Aangezien vandaag de dag steeds meer effecten, die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt worden uitgegeven aan het publiek kan men zich de vraag stellen of toch niet eens zou moeten worden nagedacht over een stelsel van kwaliteitseisen voor effectenuitgevende instellingen, die buiten de gereglementeerde markten om effecten uitgeven. We denken dan met name aan het invoeren van instellingentoezicht op effectenuitgevende instellingen, die buiten de gereglementeerde markten om effecten uitgeven om gelden op te halen van beleggers ter investering in projecten, ondernemingen, etc. en niet voor investeringen in het eigen bedrijf waar sprake is van een klassieke relatie tussen aandeelhouders/obligatiehouders en de 'eigen' onderneming²⁴. Als een voorbeeld van dit soort van effectenuitgevende instellingen introduceren we de rechtspersoon X in de casus onder §2.2.1 van deze bijdrage. In essentie hebben we het hier over een soort van kleinschalige, passief handelende 'private equity funds', die de nodige gelijkenis vertonen met het aanbieden en beheren van beleggingsinstellingen: ze beleggen beide de van het publiek verkregen gelden buiten de eigen onderneming. Het verschil in toezicht is dan opmerkelijk. Bij beheerders van beleggingsinstellingen geldt een vergunningstelsel met kwaliteitseisen en bij effectenuitgevende instellingen, die in essentie hetzelfde doen, niet. Bescherming van de particuliere belegger door het invoeren van een vergunningstelsel met kwaliteitseisen (instellingentoezicht) zou ons inziens hier naast een prospectusplicht op zijn plaats zijn. Wellicht dat

²¹ Deze eisen en regels zijn vanaf 1979 tot heden allemaal op Europese leest geschied.

²² Zie *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 750, nrs. 1-3, p.7 e.v.

²³ Dit criterium is in de Wft vervangen door: 'aan het publiek'.

²⁴ Zie voor dit onderscheid ook de Beleidsregel ondernemen of beleggen van de AFM (Zie *Stcrt* 2010, nr. 11816, p.1 e.v.).

hetzelfde kan worden bereikt door de reikwijdte van het beleggingsinstellingentoezicht in de Wft uit te breiden tot 'private equity funds', die gelden vragen of verkrijgen van het publiek²⁵.

2.2 Reikwijdte van de Wft

2.2.1 Vrijstellingen en uitzonderingen Wft

De Wft en de Vrijstellingsregeling Wft kennen voor bepaalde vormen van beleggingen uitzonderingen en vrijstellingen. Wordt een belegging vormgegeven aan de hand van een van deze uitzonderingen of vrijstellingen dan is het hierboven geschetste Wft-kader ter bescherming van de beleggers niet of ten dele niet van toepassing.

Aan de keuze van een aanbieder voor een aanbieding buiten de reikwijdte van de Wft kunnen bonafide redenen ten grondslag liggen bijvoorbeeld kostenbesparing of de aanwezigheid van voldoende professionalisme bij de beleggers. Malafide beleggingsproducten zoals Palm Invest, Golden Sun Resorts en Easy Life gestructureerd buiten de reikwijdte van de Wft, komen helaas ook voor. De vraag is of er bij dit soort constructies sprake is van ontduikingsgedrag. Men zou geneigd zijn om te zeggen 'ja', echter de Wft biedt hiertoe de mogelijkheid door van een uitzondering of vrijstelling gebruik te maken.

Aan de hand van de volgende casus worden hierna de meest voorkomende vormen van beleggingsproposities die buiten de reikwijdte van de Wft vallen, beschreven.

Z houdt zich bezig met de ontwikkeling van buitenlands vastgoed (de 'materiële belegging') en heeft hiertoe financiële middelen nodig. Z wil daartoe geld ophalen bij Nederlandse beleggers om te investeren in vastgoedprojecten in het buitenland. Z kan dit op verschillende manieren doen. Laten we aannemen dat Z hiervoor een Nederlandse rechtspersoon X gebruikt. X gebruikt de opgehaalde gelden van Nederlandse beleggers om enerzijds te beleggen in aandelen in buitenlandse entiteiten die vastgoed ontwikkelen en anderzijds leningen te verstrekken aan buitenlandse entiteiten die zich bezig houden met de ontwikkeling van vastgoed.

X kan op verschillende wijzen met financiële middelen van Nederlandse beleggers worden gevoed.

Zo kan een onderscheid gemaakt worden tussen de volgende vormen:

- a) Beleggingsproposities boven de € 50.000;
- b) Beleggingsproposities ten behoeve van minder dan 100 personen;
- c) Beleggingsproposities ten behoeve van beleggers met een professionele status;
- d) Beleggingsproposities met een totale inleg van beleggers onder de € 2.500.000;
- e) Beleggingsproposities die niet verhandelbaar zijn.

²⁵

In het laatste geval zou de uitbreiding misschien tegelijk met de implementatie van de Directive on alternative investment fund managers kunnen worden gerealiseerd, aangezien deze richtlijn kort gezegd, beoogt 'hedge funds' en 'private equity funds' met een beheerd vermogen van meer dan € 100.000.000 te onderwerpen aan een stelsel van kwaliteitseisen. Voor een drempel ten aanzien van het beheerd vermogen zijn wij geen voorstander. Die is er nu voor de vergunningplicht van de beheerder van de beleggingsinstelling ook niet.

Ad a Beleggingsproposities boven de € 50.000

Stel Z richt zich ten behoeve van X op (enigszins) goeude particuliere beleggers met een beleggingspropositie boven de € 50.000

Beleggingsproposities boven de € 50.000 zijn vrijgesteld van de Wft. Dit geldt voor alle beleggingsvormen ten aanzien van de prospectusplicht (al dan niet voortvloeiend uit de Prospectusrichtlijn) en voor het aanbieden van deelnemingsrechten en beleggingsobjecten tevens ten aanzien van de vergunningplicht²⁶. Deze grens vloeit voort uit de Prospectusrichtlijn en is destijds door de Nederlandse wetgever in het kader van een gelijk speelveld doorgetrokken naar alle beleggingsvormen, ook die niet onder de reikwijdte van de Prospectusrichtlijn vielen, zoals open-end beleggingsinstellingen (dit zijn beleggingsinstellingen met een inkoopverplichting jegens de beleggers) en beleggingsobjecten. De presumptie bij deze beleggingspropositie is dat beleggers in voldoende mate deskundig en of geïnformeerd worden geacht gezien het bedrag dat zij investeren, omdat wordt aangenomen dat zij zich kunnen veroorloven zich in afdoende mate te laten informeren alvorens een beleggingsbeslissing te nemen. Het aanbod aan malafide beleggingsproducten - de Minister van Financiën noemt Palm Invest, Golden Sun Resorts en Easy Life²⁷ - heeft de afgelopen jaren uitgewezen dat er veel valt af te dingen op deze presumptie. De Minister van Financiën stelt in de achtste nota van wijziging van de Wft voor de grens op te trekken naar beleggingsproposities boven de € 100.000 in lijn met de wijziging op de Prospectusrichtlijn²⁸, die op 31 december 2010 in werking is getreden en uiterlijk op 1 juli 2012 dient te zijn geïmplementeerd door Nederland. Volgens de toelichting op de nota is de doelstelling van de Minister te voorkomen dat niet-professionele beleggers toch in van het toezicht vrijgestelde producten beleggen. De lat wordt hiermee aanzienlijk hoger gelegd. Hopelijk zal dit particuliere beleggers in voldoende mate weerhouden in dergelijke beleggingsproposities te stappen. Al was het beter een waarschuwing verplicht te stellen met als boodschap dat deze beleggingsproducten niet geschikt zijn voor particuliere beleggers. Zoals we hierna onder §2.2.2 zullen zien, is het helaas niet mogelijk voor verhandelbare aandelen, obligaties en deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling een dergelijke waarschuwing voor te schrijven.

Een € 50.000 drempel komen we elders in de Wft nog een keer tegen: namelijk bij het aantrekken van opvorderbare gelden buiten besloten kring van andere dan professionele marktpartijen. Dit valt onder het toezicht van DNB²⁹. Personen van wie in een keer € 50.000 of meer wordt verkregen, zijn door de wetgever in 2008³⁰ in dat kader aangemerkt als 'professionele marktpartijen', waardoor het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden niet van toepassing is. Vroeger (tot 1995) bestond al een dergelijke drempelwaarde van 100.000 gulden.

Ad b Beleggingsproposities ten behoeve van minder dan 100 personen

Stel Z richt zich ten behoeve van X tot een beperkte kring van personen (minder dan 100 personen)

Het aanbod van een beleggingspropositie aan een beperkte groep van beleggers is uitgezonderd of vrijgesteld van de Wft. Het idee hierachter is dat voor kleinschalige aanbiedingen van beleggingen een prospectusplicht en of vergunningplicht een te zware belasting is voor de aanbieder. Het moet gaan om een gericht persoonlijk aanbod aan minder dan 100 beleggers. Hieronder wordt niet begrepen een aanbod door middel van een advertentie in de krant of op internet, dat zich richt tot een ieder waardoor de groep van adressanten van het aanbod onbepaald en of onbeperkt is. Niet bepalend is of minder dan 100 personen op

²⁶ Zie artt. 2 en 4 Vrijstellingsregeling Wft.

²⁷ Zie de toelichting bij de achtste nota van wijziging Wft 32 036.

²⁸ Zie Richtlijn 2010/73/EU van 24 november 2010 tot wijziging van de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) en Transparantierichtlijn (2004/109/EG).

²⁹ Voor zover wordt bemiddeld bij het aantrekken van opvorderbare gelden valt dit onder het toezicht van de AFM.

³⁰ Zie artikel 3, tweede lid, Besluit reikwijdtebepalingen Wft en *Stb.* 2008/581, p. 17-18.

het aanbod ingaan, maar of het aanbod zich beperkt tot minder dan 100 personen. Deze vrijstelling/uitzondering geldt voor alle beleggingsvormen ten aanzien van de prospectusplicht (al dan niet voortvloeiend uit de Prospectusrichtlijn) en voor het aanbieden van deelnemingsrechten en beleggingsobjecten tevens ten aanzien van de vergunningplicht³¹. Deze grens vloeit voort uit de Prospectusrichtlijn en is destijds door de Nederlandse wetgever in het kader van een gelijk speelveld doorgetrokken naar alle beleggingsvormen, ook die niet onder de reikwijdte van de Prospectusrichtlijn vallen. Met de wijziging van de Prospectusrichtlijn zal deze grens worden opgetrokken tot 150 personen. Of de Minister van Financiën deze grens in het kader van een gelijk speelveld zal uitbreiden tot beleggingsvormen die niet onder de Prospectusrichtlijn vallen, is nog niet bekend.

Ad c Beleggingsproposities ten behoeve van beleggers met een professionele status

Stel Z richt zich ten behoeve van X enkel tot beleggers met een professionele status

De Wft kent een keur aan beleggers met een professionele status³². Bij de beleggers met een professionele status is de gedachte dat deze in voldoende mate deskundig worden geacht om zich een oordeel te vormen over de beleggingspropositie³³. Deze beleggers onderscheiden zich daarmee van de grote brede groep van (particuliere) beleggers en behoeven niet te worden beschermd. Voor het aanbieden van beleggingsobjecten kent de Wft geen vrijstelling/uitzondering voor beleggers met een professionele status.

Ad d Beleggingsproposities met een totale inleg van beleggers onder de € 2.500.000

Stel Z doet ten behoeve van X kleinschalige aanbiedingen van onder € 2.500.000 aan beleggers

Een aanbieding onder € 2.500.000 aan beleggers is vrijgesteld van de Wft. Dit geldt slechts voor de prospectusplicht voortvloeiend uit de Prospectusrichtlijn³⁴. Het moet gaan om een aanbieding in effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde van minder dan € 2.500.000 berekend over een periode van twaalf maanden³⁵. Deze drempelwaarde wordt door de wijziging op de Prospectusrichtlijn opgehoogd tot € 5.000.000. Beleggingsvormen die onder de vrijstelling vallen zijn verhandelbare aandelen, obligaties en

³¹ Zie artt. 1:12 en 5:3 van de Wft en artikel 2 Vrijstellingsregeling Wft.

³² Zo kan gedacht worden aan onder meer banken, pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen, marketmakers en bepaalde particuliere beleggers. De Wft kent voor deze partijen de volgende begrippen: gekwalificeerde belegger, professionele belegger, professionele marktpartij en in aanmerking komende tegenpartij (zie artikel 1:1 Wft onder gekwalificeerde belegger, professionele belegger, professionele marktpartij en in aanmerking komende tegenpartij). Het begrip gekwalificeerde belegger vloeit voort uit de Prospectusrichtlijn en de begrippen professionele belegger en in aanmerking komende tegenpartij uit de MiFID-Richtlijn (Richtlijn 2004/39/EG). Het begrip professionele marktpartij heeft betrekking op het aantrekken van opvorderbare gelden. Een beleggingspropositie aan gekwalificeerde beleggers is uitgezonderd van de prospectusplicht en voor de beheerder van een beleggingsinstelling, de vergunningplicht onder de Wft. Voor professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen behoeven beleggingsondernemingen niet aan bepaalde gedragsregels te voldoen bij het verlenen van beleggingsdiensten. Om de uitgifte van effecten aan (rechts)personen, die professionele belegger en in aanmerking komende tegenpartij zijn in de zin van de MiFID-Richtlijn, buiten het toepassingsbereik van de Prospectusrichtlijn te houden wordt in de wijziging op de Prospectusrichtlijn de definitie van gekwalificeerde belegger uitgebreid (zie artikel 1, tweede lid onder a onder (i), van de wijziging op de Prospectusrichtlijn).

³³ *Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, nr. 41, p.51-52: "professionele marktpartijen worden geacht zelf voldoende in staat te zijn om de soliditeit van een onderneming waaraan zij hun gelden ter beschikking stellen, te beoordelen en behoeven daarom geen bescherming"*

³⁴ Zie artt. 5:3, eerste lid onder e j° 5:5 Wft j° artikel 53, tweede lid, Vrijstellingsregeling Wft.

³⁵ Eigenlijk bedraagt de tegenwaarde om uitgezonderd te zijn van de prospectusplicht onder de Prospectusrichtlijn € 100.000 (zie artikel 3, tweede lid onder e Prospectusrichtlijn), maar Nederland heeft gebruikgemaakt van de lidstaatoptie van artikel 1, tweede lid Prospectusrichtlijn.

deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling³⁶. Enige partijen in de vastgoedbeleggingssector hebben de afgelopen jaren creatief gebruikgemaakt van deze vrijstelling door aanbiedingen te bundelen, waarbij meerdere aanbiedingen net onder de € 2.500.000 per stuk binnen twaalf maanden worden gedaan. Zo zijn er aandelenemissies geweest met verschillende klassen van aandelen, obligatieleningen van obligaties met verschillende (rand)voorwaarden en combinaties van aanbiedingen van aandelen en obligaties. Wij menen dat hier op een oneigenlijke manier wordt geprofiteerd van de vrijstelling van de prospectusplicht voortvloeiend uit de Prospectusrichtlijn³⁷. De wijziging van de Prospectusrichtlijn zal dit verergeren. De definitie van ‘aanbieding van effecten aan het publiek’ blijft ongewijzigd evenals de formulering van de uitzonderingsbepaling op dit punt³⁸. Het bundelen van aanbiedingen blijft daardoor mogelijk: straks zelfs met aanbiedingen van onder de € 5.000.000 in plaats van € 2.500.000.

Ad e Beleggingsproposities die niet verhandelbaar zijn.

Stel Z biedt ten behoeve van X aan beleggers een niet verhandelbare beleggingspropositie onder € 50.000 aan

Door de keuze voor de definitie van ‘effect’ in de Wft³⁹ die afkomstig is uit de Prospectusrichtlijn, vallen alleen verhandelbare aandelen, obligaties en deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling onder de prospectusplicht van deel 5 Wft. Voor niet verhandelbare aandelen en obligaties is er geen aparte prospectusplicht in de Wft. Voorheen onder de Wte 1995 was dit wel het geval⁴⁰. Aangezien de Wft een apart regime kent voor beleggingsinstellingen is er uit dien hoofde wel een prospectusplicht en vergunningplicht voor de beheerder die niet verhandelbare deelnemingsrechten onder de € 50.000 aanbiedt in een beleggingsinstelling⁴¹. Voorts geldt er een vergunningplicht en prospectusplicht voor zover de niet verhandelbare beleggingspropositie kwalificeert als het aanbieden van beleggingsobjecten onder de € 50.000⁴².

2.2.2 Wildwest-bordje

Bij een aantal van de hierboven beschreven beleggingsproposities moet door de aanbieder een ‘wildwest-bordje’ worden geplaatst⁴³. Dit bordje vormt een waarschuwing gericht tot met name de niet professionele belegger. De aanbieder vermeldt dat deze niet vergunningplichtig is ingevolge de wet en niet onder toezicht staat van de AFM. Dit betekent dat beleggingsproposities ten behoeve van beleggers met een professionele status niet van een wildwest-bordje hoeven te worden voorzien. De verplichting tot het plaatsen van het wildwest-bordje geldt voorts niet voor beleggingsproposities boven de € 50.000 en beleggingsproposities ten behoeve van minder dan 100 personen in verhandelbare aandelen, obligaties of deelnemingsrechten in

³⁶ De beheerder van een closed-end beleggingsinstelling dient overigens gewoon te beschikken over een vergunning voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen: zie artikel 2:65 Wft.

³⁷ Zie M.S. Snijder en M. Denkers, “Incidenten en ‘ontduikingsgedrag’ vastgoedbeleggingssector vergroten urgentie voor geloofwaardig zelftoezicht”, Tijdschrift voor Compliance, nr. 3 mei/juni 2009.

³⁸ Zie artt. 2, eerste lid onder d en 1, tweede lid onder h van de Prospectusrichtlijn. Het enige dat verduidelijkt is dat het moet gaan om een aanbieding in effecten aan het publiek met een totale tegenwaarde van minder dan € 5.000.000 in de Europese Unie berekend over een periode van twaalf maanden. Er bestond tot dusverre enige onduidelijkheid over de vraag of de drempelwaarde gold per lidstaat of voor de gehele Europese Unie.

³⁹ Zie noot 11.

⁴⁰ Zie artikel 3, vierde lid, Wte 1995 dat na de invoering van de Wft is komen te vervallen.

⁴¹ Zie artt. 2:65 en 4:49 Wft.

⁴² Zie artt. 2:55 en 4:30a Wft. In dit laatste geval dient ook nagegaan te worden in hoeverre het verbod om buiten besloten kring opvorderbare gelden van het publiek van andere dan professionele marktpartijen aan te trekken van toepassing is, gezien het feit dat dit kan samenlopen.

⁴³ Zie artikel 1:12, derde lid, Wft en artt. 2, tweede lid, 4, tweede lid, 53, derde lid, Vrijstellingsregeling Wft.

een closed-end beleggingsinstelling. De uit de Prospectusrichtlijn voortvloeiende maximumharmonisatie maakt dit onmogelijk.

Beleggingsproposities met een totale inleg van beleggers onder de € 2.500.000 dienen wel van een wildwest-bordje te worden voorzien, omdat deze niet onder de werkingssfeer van de Prospectusrichtlijn vallen en daarmee niet onder de verplichting tot maximumharmonisatie. Overigens is de huidige verplichte vermelding bij de vrijstelling van de prospectusplicht (voortvloeiend uit de Prospectusrichtlijn) voor aanbiedingen van effecten onder de € 2.500.000, ten dele onjuist⁴⁴. De vrijstelling is van toepassing voor zover aanbieders in reclame-uitingen en documenten waarin de aanbieding of de toelating in het vooruitzicht wordt gesteld, vermelden dat zij voor het aanbieden van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt niet vergunningplichtig zijn ingevolge de wet en niet onder toezicht staan van de AFM. Dit terwijl het niet om de vergunningplicht gaat, maar om de prospectusplicht.

Voor beleggingsobjecten geldt dat naast een aanbieding van beleggingsobjecten boven de € 50.000 en aan minder dan 100 personen ook een wildwest-bordje dient te worden geplaatst, indien - kort gezegd - een serie van beleggingsobjecten minder dan twintig beleggingsobjecten omvat of de waarde van de beleggingsobjecten niet kan worden bepaald, omdat dergelijke aanbiedingen zijn vrijgesteld onder de Wft⁴⁵.

Met de zesde nota van wijziging van de Wft, die nog aanhangig is, zal worden voorgesteld de AFM net zoals bij de financiële bijsluiter de vorm en inhoud van de verplichte melding te laten vaststellen: dit moet leiden tot een uniform wildwest-bordje⁴⁶. Het wildwest-bordje dat we tot op heden kennen is een vormvrije vermelding dat geen vergunningplicht van toepassing is en dat er geen toezicht op de instelling plaatsvindt door de AFM. Dit heeft geleid tot vermeldingen van aanbieders in reclame-uitingen en documenten waarbij een oneigenlijke draai is gegeven aan de verplichte melding. Hierdoor werd bijvoorbeeld de schijn gewekt dat de aanbieding onder toezicht stond of dat de aanbieder zich conformeerde aan richtlijnen van de toezichthouder, terwijl dit niet het geval was⁴⁷.

Het is te betreuren dat op grond van de maximumharmonisatie-verplichting van de Prospectusrichtlijn niet te allen tijde het plaatsen van een wildwest-bordje bij een vrijgestelde of van de Wft uitgezonderde beleggingspropositie kan worden vereist. Als gevolg daarvan wordt de vaak onwetende belegger niet gewaarschuwd. De waarschuwing beoogt naar ons idee nu juist om de belegger te stimuleren van de Wft uitgezonderde of vrijgestelde aanbiedingen goed te onderzoeken alvorens in te gaan op een dergelijke propositie.

3. Wet oneerlijke handelspraktijken / Wet handhaving consumentenbescherming

In de vorige paragraaf is ingaan op een aantal vormen van beleggingsproposities. De vorm kan er toe leiden dat de hiervoor als Z aangeduide persoon met zijn instelling de rechtspersoon X bij het verrichten van financiële diensten niet onder de reikwijdte van de Wft valt omdat die hiervan is uitgezonderd of vrijgesteld. Tot de inwerkingtreding van de Ohp op 15 oktober 2008 beschikte de AFM niet over bestuursrechtelijke instrumenten om handhavend op te treden tegen oneerlijke handelspraktijken met betrekking tot financiële diensten en activiteiten die niet onder de reikwijdte van de Wft vallen. De Ohp kent geen structuur zoals de Wft. Met de Wft wordt o.a. via een stelsel van regulering van 'markttoegang' (productinformatie-, transparantie- en instellingentoezicht) beoogd te komen tot ordelijke

⁴⁴ Zie artikel 53, derde lid, Vrijstellingsregeling Wft.

⁴⁵ Zie artikel 2, eerste lid onder a en tweede lid, Vrijstellingsregeling Wft.

⁴⁶ Zie *Kamerstukken II* 2009-2010, 32 036, nr. 13.

⁴⁷ Zie voor een verdere bespreking van het huidige en toekomstige wildwest-bordje C.M. Grundmann-van de Krol, "Het 'wildwest'-bordje", *Ondernemingsrecht* 2010, 37.

financiëlemarktprocessen⁴⁸. De doelstelling van de Ohp is beperkt tot de bescherming van consumenten tegen oneerlijke handelspraktijken.

Met de Whc is in Nederland uitvoering gegeven aan Verordening 2006/2004⁴⁹. Met deze verordening is een formeel kader gecreëerd voor de handhaving van regels van consumentenbescherming welke zijn gebaseerd op een aantal Europese richtlijnen⁵⁰. Dit formele kader is in Nederland uitgewerkt in de Whc⁵¹. In laatstgenoemde wet wordt ook een aantal autoriteiten aangewezen waaronder de AFM⁵². De Whc bevat geen (nieuwe) regels van materieel recht. Deze regels zijn in andere wetten geïmplementeerd. De invoering van de Ohp heeft geleid tot een nieuwe afdeling 3A in titel 3 van boek 6 van het Burgerlijk Wetboek (BW).

In de Ohp is onder meer bepaald dat een handelaar onrechtmatig handelt jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is⁵³. Omdat het hier om een civielrechtelijke norm gaat is in artikel 8:8 van de Whc bepaald dat een handelaar de bepalingen van afdeling 3A van Titel 3 van boek 6 van het BW in acht neemt. Door middel van dit gebod kan deze civielrechtelijke norm uit het BW derhalve ook bestuursrechtelijk worden gehandhaafd.

Hiervoor is aangegeven dat de AFM op grond van de Whc/Ohp kan optreden tegen vormen van beleggingen die niet onder de reikwijdte van de Wft vallen. Dit valt af te leiden uit de memorie van toelichting bij de Ohp⁵⁴. Zie in dit verband eveneens Arons c.s. die spreken van een aanvulling op de bevoegdheden op grond van de Wft⁵⁵. Dat deze afbakening in de praktijk de nodige vragen oproept is wel gebleken uit de literatuur naar aanleiding van een aantal door de AFM opgelegde en gepubliceerde lasten onder dwangsom ter beëindiging van een oneerlijke handelspraktijk door van de Wft vrijgestelde uitgevende instellingen⁵⁶. Hierna zal bij de bespreking van de reikwijdte van de Whc/Ohp nader worden ingegaan op deze problematiek.

3.1. Reikwijdte Whc/Ohp

Onderstaand komen een aantal kernbegrippen uit de Whc/Ohp aan de orde.

3.1.1 Consument

In artikel 6:193a, eerste lid onder a, BW wordt het begrip consument gedefinieerd als natuurlijk persoon die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Om te bepalen wanneer een handelspraktijk oneerlijk is wordt in het tweede lid van voornoemd artikel aansluiting gezocht bij het begrip 'gemiddelde consument'. Hieronder wordt verstaan het gemiddelde lid van een specifieke groep waarop de handelaar zich richt of het gemiddelde lid van een specifieke groep waarvan de handelaar redelijkerwijs kan voorzien dat die groep wegens hun geestelijke of lichamelijke beperking, hun leeftijd of goedgelovigheid bijzonder vatbaar is voor de handelspraktijk of voor het onderliggende product.

⁴⁸ Zie noot 8.

⁴⁹ Verordening (EG) nr. 2006/2004 (PbEG 2004, L364/1).

⁵⁰ Zie voor een overzicht en beschrijving van deze richtlijnen het Preadvies van Lieverse en Rinkes, "Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector", Kluwer 2010, p.6 e.v.

⁵¹ De Whc is overigens niet beperkt tot het Europeesrechtelijke kader van consumentenbescherming maar bevat ook regels met betrekking tot de handhaving van niet intracommunautaire inbreuken.

⁵² In dit artikel beperken wij ons met betrekking tot de Whc/Ohp tot oneerlijke handelspraktijken in de financiële sector en de rol van de AFM hierbij.

⁵³ Zie art. 6:193 BW.

⁵⁴ Zie *Kamerstukken II* 2006-2007, 30928, nr.3 p.8.

⁵⁵ Zie Arons, Hijink en Pijls, "Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties : een never ending story?", WPNR 2009, 6821, p.954.

⁵⁶ Zie Preadvies Lieverse en Rinkes, p. 85 e.v. en het artikel van Arons c.s. (zie noot 55) en de noot van Grundmann van de Kroll onder JOR 2009, 233 en JOR 2010, 237.

Hiervoor is opgemerkt dat met de wijziging van de Prospectusrichtlijn de grens voor vrijgestelde aanbiedingen wordt verhoogd naar € 100.000. Onlangs werd hierbij door Doets en Van Straaten de vraag opgeworpen in hoeverre personen die over een dergelijk bedrag beschikken nog kwalificeren als gemiddelde consumenten waar de Ohp zich op richt⁵⁷. Ook volgens Lieverse zou er voor deze groep consumenten minder snel moeten worden uitgegaan van een misleidende omissie dan bij 'gewone' consumenten⁵⁸. Het feit dat de minister van Financiën met het optrekken van de vrijstellingsgrens⁵⁹ beoogt niet professionele beleggers te weren van vrijgestelde of uitgezonderde beleggingsproposities boven € 100.000, wil nog niet zeggen dat particuliere beleggers boven deze grens geen consumenten in de zin van de Ohp kunnen zijn. Het is immers niet onwaarschijnlijk dat er nog steeds genoeg natuurlijke personen, niet handelend in de uitoefening van beroep of bedrijf, zijn, die ook bij een hogere grens op dergelijke beleggingsproposities kunnen ingaan. De minister verbiedt dit immers niet. Afhankelijk van de mate waarin dit type consument binnen de groep van beleggers aanwezig is, zouden zij kunnen kwalificeren als gemiddelde consument in de zin van de Ohp. Indien hiervan sprake is, is de Ohp van toepassing.

3.1.2 Oneerlijke handelspraktijk

Op grond van artikel 6:193b, eerste lid BW handelt een handelaar onrechtmatig jegens een consument indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is. In het tweede lid van dit artikel is vervolgens bepaald dat een handelspraktijk oneerlijk is indien een handelaar handelt:

- i) in strijd met de vereisten van professionele toewijding, en
- ii) het vermogen van de gemiddelde consument om een geïnformeerd besluit te nemen merkbaar is beperkt of kan worden beperkt, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen.

Op grond van het derde lid is een handelspraktijk in het bijzonder oneerlijk indien deze misleidend is. Hieronder moet tevens worden verstaan een misleidende omissie⁶⁰. Hieronder dient dan weer te worden begrepen een handelspraktijk waarbij essentiële informatie welke de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen, wordt weggelaten, waardoor de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen, dat hij anders niet had genomen⁶¹.

Door de AFM zijn inmiddels de nodige handhavingsmaatregelen genomen die ten doel hebben dat obligatie uitgevende instellingen na uitgifte tijdens de looptijd van de obligatie essentiële informatie aan de obligatiehouder voor (zover consumenten) openbaren⁶². De AFM heeft in dit kader de mogelijkheid om een last onder dwangsom op te leggen op grond van artikel 3:4, vierde lid Whc. Bij de uitoefening van deze bevoegdheid is de nodige kritiek geuit op de wijze waarop de AFM en ook de (voorzieningen)rechter het begrip handelspraktijk interpreteren. Volgens de AFM kunnen zich niet alleen tijdens de aanbestedingsfase van de obligatie feiten en omstandigheden voordoen, die essentiële informatie behelzen, maar ook gedurende de looptijd van de obligatie. Dit is in overeenstemming met de Richtlijn Ohp waar in artikel 3 wordt gesproken over een reikwijdte die zich uitstrekt voor, gedurende en na een commerciële transactie met betrekking tot een product. Dit roept echter de vraag op of een uitgevende instelling op ieder moment gedurende de looptijd van de obligatielening om essentiële informatie kan worden gevraagd. Door Arons c.s. wordt in dit verband gewezen op situaties, die zich voornamelijk lijken af te spelen buiten de financiële

⁵⁷ Zie Doets en Van Straaten, "Handhaving AFM ook boven een halve ton", Het Financieele Dagblad 16 december 2010.

⁵⁸ Zie Preadvies Lieverse en Rinkes, p.102.

⁵⁹ Zie noot 27.

⁶⁰ Zie artikel 6:193d, eerste lid BW.

⁶¹ Zie artikel 6:193d, tweede lid BW.

⁶² Zie voor een overzicht het Preadvies van Lieverse en Rinkes, p.85 e.v. en AWB 10/5116 VBC-T2.

sector⁶³. Het zou dan gaan om agressieve handelspraktijken zoals de weigering van een installateur om na beëindiging van de overeenkomst documentatie beschikbaar te stellen die de opvolgende installateur nodig heeft om de reparatie af te ronden dan wel nieuwe reparaties uit te voeren. De Europese wetgever zou met name het reguleren van deze handelspraktijken voor ogen hebben gehad en niet een doorlopende informatieverplichting na de levering van obligaties.

In de zaak TRE II⁶⁴ kwam de voorzieningenrechter tot het volgende oordeel.

“Anders dan TRE II lijkt te veronderstellen kan van een oneerlijke handelspraktijk niet enkel sprake zijn waar het gaat om het aanbieden van een product, maar kan daarvan zeker ook sprake zijn tijdens de looptijd van (verhandelbaar) waardepapier dat recht geeft op een periodieke rente-uitkering gedurende de looptijd van de overeenkomst, en heeft in het verlengde hiervan essentiële informatie als bedoeld in artikel 6:193d, tweede lid, van het BW niet slechts betrekking op informatie die op grond van een uitnodiging tot aankoop dient te worden verstrekt, maar kunnen feiten en omstandigheden die zich voordoen tijdens de looptijd van een overeenkomst evenzeer essentiële informatie behelzen als bedoeld in dat artikellid.

De voorzieningenrechter overweegt in dit verband dat het in artikel 6:193a, onderdeel d, van het BW - dat handelspraktijk definieert - opgenomen zinsdeel “levering van een product aan consumenten” niet te beperkt in de tijd dient te worden opgevat, omdat anders onderdeel e van deze definitiebepaling grotendeels haar betekenis zou verliezen. Onderdeel e van artikel 6:193a van het BW verstaat immers onder besluit over een overeenkomst: een door een consument genomen besluit over de vraag of, en zo ja, hoe en op welke voorwaarden hij een product koopt, geheel of gedeeltelijk betaalt, behoudt of van de hand doet, of een contractueel recht uitoefent in verband met het product, ongeacht of de consument overgaat tot handelen, welke definitie ook in lijn is met hetgeen is bepaald in artikel 3, eerste lid, van de richtlijn 2005/29/EG.”.

In deze zaak en ook bij het beroep⁶⁵ waarbij de andere TRE-vennootschappen betrokken waren ging het de AFM om actuele informatie omtrent de financiële positie, de stand van zaken van de desbetreffende vastgoedprojecten en gestelde zekerheden ten behoeve van de obligatiehouders waarbij de rentebetalingen waren stopgezet en er onvoldoende middelen waren om de obligatiehouders te voldoen. Ook was er sprake van een herstructureringsplan. In een andere zaak CIG Biodiesel werd door de voorzieningenrechter geoordeeld *“dat Biodiesel ernstig tekort is geschoten in het verschaffen van essentiële informatie aan de obligatiehouders (...)”*⁶⁶. In deze zaak werden de obligatiehouders onder andere niet geïnformeerd over de besteding van de ingelegde gelden en de gewijzigde afspraken met de belangrijkste financier. Laatstgenoemde afspraken waren opgenomen in een bij uitgifte verschenen prospectus.

Zoals hiervoor opgemerkt bestaat er voor effectenuitgevende instellingen, waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, op grond van de Wft een verplichting tot het verstrekken van periodieke en koersgevoelige informatie. Dat het hierdoor niet mogelijk zou zijn om op grond van de Whc/Ohp onder bepaalde omstandigheden onder meer doorlopende informatie op te vragen bij instellingen die effecten hebben uitgegeven die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, is ons inziens een te snelle conclusie. Het instemmen met een herstructureringsvoorstel bijvoorbeeld, waarbij de obligatiehouder gevraagd wordt af te zien van zijn recht op rentebetaling en hoofdsom in ruil voor aandelen in de uitgevende instelling, staat of valt met de beschikbaarheid van actuele financiële gegevens. Het lijkt ons dat er in een dergelijke situatie sprake is van een besluit over een overeenkomst dat rechtstreeks verband houdt met de levering van de obligaties; immers men ziet af van het bij levering van de obligatie

⁶³ Zie het artikel van Arons c.s. (zie noot 55), p.955.

⁶⁴ Zie voorzieningenrechter rechtbank Rotterdam 6 juli 2009, AWB 09/2114 BC-T2, JOR 2009, 233.

⁶⁵ Zie rechtbank Rotterdam 24 juni 2010, AWB 09/3967, 09/3968 en 09/3017, JOR 2010, 237.

⁶⁶ Zie overweging 2.3.2 van de voorzieningenrechter rechtbank Rotterdam 5 oktober 2010, AWB 10/3671 VBC-T2, LJN BN9774, JOR 2010, 313.

verkregen recht op rente en terugbetaling van de hoofdsom. De vraag is of hiervan ook sprake is bij het staken van rentebetalingen en het wijzigen van feiten en omstandigheden die een belangrijke rol speelden bij de aankoop van de obligatie. Het recht op een tevoren bepaald periodiek uit te keren rendement maar ook de afspraken over de financiering van het project door derden naast de obligatiehouders zijn hiervan voorbeelden. Nu er een wijziging plaatsvindt van dergelijke belangrijke voorwaarden kan de consument overwegen een besluit over zijn belegging te nemen bijvoorbeeld door tot verkoop over te gaan of eventuele zekerheden uit te winnen. Ook in een dergelijk situatie kan worden betoogd dat er sprake is van een rechtstreeks verband met de levering van de obligatie.

3.1.3 Voorzover betrekking hebbend op een financiële dienst of activiteit

Ter afbakening van de bevoegdheden van de Consumentenautoriteit is op grond van de Whc bepaald dat de AFM kan optreden tegen oneerlijke handelspraktijken voor zover deze betrekking hebben op een financiële dienst of activiteit. Is hiervan geen sprake dan is de Consumentenautoriteit bevoegd om op te treden. In de Whc is voor wat betreft de definitie van financiële dienst of activiteit aangesloten bij de definities in de Wft⁶⁷. Hieronder wordt onder meer verstaan het aanbieden van effecten aan het publiek. Teneinde misverstanden te voorkomen met betrekking tot de bevoegdheden van de AFM wordt in de Wijzigingswet Financiële Markten⁶⁸ voorgesteld het begrip financiële dienst of activiteit in de Whc uit te breiden door aan artikel 1:1 onderdeel e, onder 1 het volgende toe te voegen: *“waarbij voor de toepassing van deze wet onder deze financiële diensten en activiteiten mede worden begrepen de overeenkomsten met betrekking tot een of meer financiële producten als bedoeld in artikel 1.1 van de Wet op het financieel toezicht die rechtstreeks uit deze financiële diensten of activiteiten voortvloeien of daarvan het resultaat zijn.”* In de toelichting bij dit wetsvoorstel wordt overigens benadrukt dat uit de woorden ‘betrekking hebben op’ voortvloeit dat de toezichtbevoegdheid van de AFM conform de bedoeling van de wetgever niet beperkt is tot het moment waarop de in artikel 1, onderdeel e onder 1, Whc vermelde financiële diensten of activiteiten plaatsvinden (zoals het aanbieden van effecten of andere financiële diensten), doch dat deze zich uitstrekt tot oneerlijke handelspraktijken die zich in verband met die financiële diensten of activiteiten voordoen zodat in lijn met de desbetreffende BW-bepalingen de toezichtbevoegdheden van de AFM zien op de periode voor, tijdens en na de commerciële transactie.

3.2 Toezicht op naleving Whc/Ohp

3.2.1 Toezichtsinstrumentarium

Zoals hiervoor aangegeven kan de AFM de onder Whc aangewezen voorschriften bestuursrechtelijk en civielrechtelijk handhaven. De mogelijkheid tot civielrechtelijke handhaving door de AFM is beperkt tot de in onderdeel a van de Bijlage bij de Whc genoemde voorschriften. Het moet dan wel gaan om een intracommunautaire inbreuk op de voorschriften en betrekking hebben op een financiële dienst of activiteit⁶⁹. Handhaving van de Ohp (zowel nationaal en intercommunautair) is langs deze weg niet mogelijk. Volledigheidshalve wordt daarom volstaan met erop te wijzen dat de AFM in dit kader de mogelijkheid heeft een verzoekschrift in te dienen bij het Gerechtshof Den Haag op grond van artikel 3:305, eerste lid, BW. Het verzoekschrift strekt ertoe dat het gerechtshof beveelt dat de overtreding wordt gestaakt⁷⁰.

⁶⁷ Zie artikel 1.1, onder e, Whc.

⁶⁸ Zie *Kamerstukken II 2008-2009*, 32 036, nr. 2, p.16. In de onderhavige wetswijziging wordt ook de beperking opgeheven dat de AFM ten aanzien van overtredingen van sub. a, c1 en c2 van de Bijlage bij de Whc slechts bij intracommunautaire inbreuken bevoegd is.

⁶⁹ Zie artikel 3.3, eerste lid Whc.

⁷⁰ Zie artikel 2.5 lid 2 juncto artikel 3.3. lid 2 Whc.

Voorschriften genoemd in de onderdelen c en d van de bijlage kunnen door de AFM bestuursrechtelijk worden gehandhaafd⁷¹. De Ohp voorschriften zijn via artikel 8.8 Whc in onderdeel d opgenomen. Voor overtredingen van deze voorschriften (zowel nationaal als intercommunautair) kan de AFM naast een bestuurlijke boete ook de hiervoor genoemde last onder dwangsom opleggen. De AFM heeft voorts de bevoegdheid beide maatregelen openbaar te maken⁷².

In de Whc is bepaald dat de bij besluit door de AFM aangewezen personen zijn belast met het toezicht op de naleving van de voorschriften waarvoor de AFM op grond van de Whc een taak heeft. Op grond van titel 5.2 van de Awb hebben de aldus als toezichthouder aangewezen personen een aantal bevoegdheden waaronder het vorderen van inlichtingen⁷³.

Een probleem bij de handhaving van de Ohp is dat de AFM op basis van haar bevoegdheid tot het vorderen van inlichtingen veelal geconfronteerd wordt met onder een buitenlands rechtstelsel ten behoeve van de obligatiehouders gevestigde rechten zoals hypothecaire inschrijvingen. Dergelijke informatie wordt door de AFM opgevraagd ter onderbouwing van de door de uitgevende instelling te verstrekken essentiële informatie. Verificatie van dergelijke informatie is dan lastig. Hetzelfde geldt voor informatie met betrekking tot financiële grootheden zoals balansposten, kasstroomoverzichten en investeringsoverzichten. Veel meer dan een marginale toets zal de AFM in dit kader niet kunnen doen waarbij zij voornamelijk zal letten op inconsistenties ten opzichte van eerder overgelegde documenten.

3.2.2 Effect van handhaving

Sinds de inwerkingtreding van de Ohp op 15 oktober 2008 is door de AFM een aantal lasten onder dwangsom opgelegd en openbaar gemaakt. Hiermee werd beoogd dat de betreffende obligatie uitgevende instelling essentiële informatie aan haar obligatiehouders zou openbaren. In alle gevallen was er sprake van een oneerlijke handelspraktijk in de vorm van een misleidende omissie. Inherent aan het optreden van de AFM in het kader van de Ohp is dat dit zich richt op situaties waarop de Wft niet van toepassing is. Veelal betreft dit van de Wft vrijgestelde aanbiedingen van obligaties. Deze vormen van beleggingen onttrekken zich derhalve aan het preventieve toezicht van de AFM. Het gevolg hiervan is dat de AFM veelal pas kan optreden op basis van signalen van beleggers die het vermoeden hebben dat er 'iets' niet goed zit met hun investering en dat actuele informatie ontbreekt of niet lijkt te kloppen. Dat daarnaast het uitgangspunt van de Whc is dat consumenten en ondernemers primair zelf verantwoordelijk zijn voor het oplossen van geschillen waarbij de rechten van consumenten in het geding zijn, lijkt in deze fase van minder belang omdat men kennelijk geen of onvoldoende gehoor krijgt bij de wederpartij⁷⁴. Het is in dit verband verder significant dat een aantal van de instellingen aan wie de AFM op grond van de Whc een last onder dwangsom heeft opgelegd kort na de maatregel failliet is gegaan⁷⁵. In andere gevallen werd de maatregel opgelegd nadat de obligatiehouders zich geconfronteerd zagen met een herstructureringsvoorstel waarbij werd voorgesteld hun vordering om te zetten in aandelen. Wij kunnen ons dan ook niet aan de indruk onttrekken dat de betrokken obligatiehouders weliswaar door middel van de last onder dwangsom op de hoogte werden gesteld van de ontbrekende essentiële informatie maar dat zij bij deze wetenschap weinig baat hadden, gelet op de deplorabele situatie van de uitgevende instelling en het project. Oorzaak van dit hoog 'verdrongen kalf en put' gehalte lijkt ons nu juist het ontbreken van preventief toezicht op basis van de Wft⁷⁶.

In aanvulling hierop merken wij nog het volgende op. Op voorhand zal bij een aangeboden belegging niet snel sprake zijn van een oneerlijke handelspraktijk. Simpelweg, omdat zich dan nog geen feiten of

⁷¹ Zie artikel 3.4 Whc.

⁷² Zie artikel 3.4 Whc jo. Artikel 2:23 Whc.

⁷³ Zie artikel 5:15 Awb.

⁷⁴ Zie *Kamerstukken I* 2006-2007, 30 411, nr. C, p.8 en 9.

⁷⁵ Zie Preadvies Lieverse, p.85 e.v.

⁷⁶ Zie ook Jonker, "Toezicht boven € 50.000 gaat stroef", Het Financieele Dagblad van 25 januari 2011.

omstandigheden hebben geopenbaard, die het aannemelijk maken dat de bij de aanbieder verstrekte informatie onjuist of misleidend is of omdat hetgeen bij aanbieder wordt geopenbaard aan informatie weliswaar summier is, maar voldoende voor de belegger om de risico's van de belegging te kunnen inschatten. Bewijstechnisch lijkt het zeer moeilijk op voorhand aan te tonen dat essentiële informatie niet wordt verstrekt of dat essentiële informatie die wel wordt verstrekt onjuist of misleidend is. Zoals door de voorzieningenrechter begin 2011 is overwogen ter zake van een door de AFM opgelegde last onder dwangsom aan een aanbieder van obligaties, die van de Wft was vrijgesteld, kan bij de vraag of er sprake van een misleidende omissie niet worden volstaan met de beoordeling dat het overgelegde cijfermateriaal enige onduidelijkheden bevat⁷⁷. Belangrijker is dat ondanks deze onduidelijkheden er wel een inschatting van de risico's kon worden gemaakt. Daarnaast speelde een rol dat er kort na de aanbieder (enkele weken) slechts twee consumenten op de aanbieder van de obligaties waren ingegaan. Op grond hiervan overwoog de voorzieningenrechter dat *“nu niet meer dan twee consumenten (...) kan worden betwijfeld of een eventueel handelen in strijd met de wet schade toebrengt of kan toebrengen aan de collectieve belangen van consumenten”*. Overigens is de vraag hoe snel de AFM van een dergelijke aanbieder op de hoogte geraakt. Meestal komen de signalen of klachten van beleggers pas als zij zelf beginnen te twijfelen aan de door hen gedane belegging: hetgeen niet (vlak na of) bij de aanbieder zal zijn. In het kader van de consumentenbescherming zou het de voorkeur hebben als er preventief toezicht mogelijk zou zijn op dit soort van beleggingen.

4. Conclusie

De reikwijdtebepalingen (vrijstellingen en uitzonderingen) van de Wft maken het mogelijk dat er beleggingsproposities in Nederland kunnen worden gedaan waarop geen toezicht wordt uitgeoefend op grond van de Wft. Aanbidders van dit soort proposities kennen vaak slechts één verplichting: het plaatsen van het wildwest-bordje bij hun aanbieder. Ze hebben geen verplichting om een (goedgekeurd) prospectus op te stellen, ze kennen geen periodieke en of incidentele informatieverplichtingen richting de beleggers en er geldt geen vergunningplicht voor hen of ze zijn daar van vrijgesteld of uitgezonderd. Het laatste betekent dat er geen instellingtoezicht op hen wordt uitgeoefend door de AFM.

Voor een deel is dit het gevolg van de liberalisering van de kapitaalmarkten voorafgaand aan de kredietcrisis. In dat kader is een aantal regels verdwenen en een aantal regels verruimd. Als aangegeven in § 2.1.2 zijn in 2005 (en in 2007 in zijn geheel) de informatieverplichtingen voor effecten die niet tot de handel van een gereguleerde markt zijn toegelaten komen te vervallen. Daarnaast is in 2005 het aanbieden buiten besloten kring als criterium voor een vergunningplicht bij (het beheren van) beleggingsinstellingen⁷⁸ ingeruild voor een getalscriterium van 100 personen en is er een vrijstelling ingevoerd voor het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling boven de € 50.000, beide naar analogie van de op basis van de Prospectusrichtlijn ingevoerde wijzigingen.

De Ohp die door de AFM wordt gehandhaafd via de Whc plaatst - zoals we hiervoor hebben kunnen zien - de van de Wft vrijgestelde/uitgezonderde beleggingsproposities onder toezicht voor zover het gaat om (i) een aanbieder van een financiële dienst of activiteit aan consumenten en (ii) er sprake is van een oneerlijke handelspraktijk. Voor de aanpak van malafide beleggingen die plaatsvinden buiten de reikwijdte van de Wft, kan de Ohp een belangrijke aanvulling zijn op het toezicht van de AFM. Zeker gezien het feit dat steeds meer beleggers er toe overgaan te beleggen in van de Wft vrijgestelde of uitgezonderde producten.

Nadeel voor beleggers die geconfronteerd worden met een malafide belegging is dat eerst sprake moet zijn van een oneerlijke handelspraktijk door de aanbieder van de belegging voordat de AFM kan ingrijpen.

⁷⁷ Zie AWB 10/5116 VBC-T2.

⁷⁸ Met de invoering van de gewijzigde Wtb is de vergunningplicht van beleggingsinstellingen veranderd in een vergunningplicht voor beheerders van beleggingsinstellingen.

Vaak ligt het moment dat komt vast te staan dat sprake is van een oneerlijke handelspraktijk een (behoorlijke) tijd nadat de aanbieding is gedaan. Een groot deel van de ingelegde gelden van de beleggers is dan al verdwenen en de geleden schade door de beleggers is vaak niet meer te verhalen op de aanbieder.

Als uiteengezet onder § 3.2.2 kleven er aan de handhaving van de Ohp via de Whc in de praktijk de nodige haken en ogen. Meestal komen de signalen of klachten van beleggers pas als zij zelf beginnen te twifelen aan de door hen gedane belegging; hetgeen niet bij of kort na de aanbieding zal zijn. Dat op voorhand bij een aangeboden belegging al sprake is van een oneerlijke handelspraktijk, zal zelden voorkomen en ligt bewijstechnisch zeer moeilijk. In het kader van de consumentenbescherming zou het de voorkeur hebben als er preventief toezicht mogelijk zou zijn op dit soort van beleggingen.

5. Aanbevelingen

Preventief toezicht zou ons inziens primair vormgegeven dienen te worden in de Wft. Daarbij kan aan een aantal verschillende maatregelen gedacht worden:

- (i) reikwijdte van de Wft uitbreiden: waar nodig vrijstellingen en uitzonderingen inperken;
- (ii) herintroduceren van informatieverplichtingen voor niet genoteerde effecten; en
- (iii) introduceren van een vergunningstelsel met kwaliteitseisen (instellingentoezicht) voor effectenuitgevende instellingen, die de van het publiek verkregen gelden beleggen buiten de eigen onderneming.

Ad (i)

Voorgesteld wordt om eerst de reikwijdtebepalingen (vrijstellingen en uitzonderingen) van de Wft nog eens grondig te bestuderen aan de hand van de volgende vragen: Wat is de achtergrond (het ontstaan) van de bepaling? Is er Europese wet- en regelgeving, die verplicht tot het maken van een uitzondering of vrijstelling? En indien er een keuze voor een vrijstelling of uitzondering is gemaakt in het kader van het creëren van een gelijk speelveld: biedt deze bepaling voldoende consumentenbescherming?

Binnen Europa lijken de lidstaten te hebben ingezien dat de vrijstelling van de prospectusplicht van de Prospectusrichtlijn voor effecten boven de € 50.000 te laag is om voldoende consumentenbescherming te bieden: de drempel wordt naar € 100.000 opgetrokken. De minister van Financiën hoopt met deze maatregel particuliere beleggers te weren uit beleggingen die niet voor hen bedoeld zijn. De vraag is of dit bedrag hoog genoeg is vanuit het perspectief van consumentenbescherming; het is in ieder geval een stap in de goede richting. We vinden het echter een gemiste kans dat binnen Europa niet is geopteerd voor een wildwest-bordje bij aanbieding van effecten boven € 100.000.

De verhoging van het getalscriterium voor vrijgestelde aanbiedingen van minder dan 100 naar 150 personen en de verhoging van € 2.500.000 naar € 5.000.000 voor aanbiedingen binnen twaalf maanden verminderen de bescherming van consumenten dan juist weer. Naar onze mening zou de Nederlandse wetgever er goed aan doen de wijziging van de Prospectusrichtlijn ten aanzien van het getalscriterium zo beperkt als mogelijk in het kader van de verplichting tot maximumharmonisatie van de Prospectusrichtlijn te implementeren en uit oogpunt van consumentenbescherming niet door te trekken naar andere vormen van beleggingen. Het argument van het gelijke speelveld zou hier ondergeschikt moeten zijn aan het belang van de consument. Men kan zich afvragen hoe gelukkig het invoeren van het getalscriterium in plaats van het 'besloten kring' criterium in 2005 is geweest voor de vergunningplicht (van beheerders van) beleggingsinstellingen. Vanuit praktisch oogpunt zou een verlaging van het getalscriterium voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en beleggingsobjecten als alternatief kunnen worden overwogen.

Ad (ii)

Voor beleggers is het van groot belang dat zij na de aanbieding van een belegging geïnformeerd blijven over de aanbieder en de belegging. In dit kader zouden we het herintroduceren van de periodieke en incidentele informatieverplichtingen willen bepleiten voor effecten die niet tot de handel zijn toegelaten van een gereguleerde markt onder de Wft. Deze informatieverplichtingen (vroeger geregeld in artikel 5 Wte 1995 j° artikelen 6b t/m 9 Besluit toezicht effectenverkeer 1995) zijn met de implementatie van de Prospectusrichtlijn en de komst van de Wft komen te vervallen. Het lijkt ons de moeite waard om te onderzoeken of de vroegere informatieverplichtingen zouden kunnen worden geherintroduceerd voor niet genoteerde effecten. Deze informatieverplichtingen zouden voor een belangrijke categorie van beleggingen kunnen zorgen voor de nodige informatieverschaffing aan beleggers.

Ad (iii)

Tot slot kan gedacht worden aan het introduceren van een vergunningstelsel met kwaliteitseisen (instellingentoezicht) voor effectenuitgevende instellingen, die de van het publiek verkregen gelden beleggen buiten de eigen onderneming. Zoals onder §2.1.3 aangegeven verdient het aanbeveling het beschermingsniveau van de belegger op deze wijze te verhogen.