

## Prospectusplicht bij herstructurering

### Inleiding

In het afgelopen jaar heeft een aantal grote herstructureringen van kabelexploitanten met behulp van een Nederlandse surseance van betaling zijn beslag gekregen (soms in combinatie met een Amerikaanse 'Chapter 11-procedure', waarvan de nuances in dit artikel niet aan bod zullen komen). Inmiddels zijn op deze wijze de schuldsaneringen van Global Telesystems Europe, Completel, Versatel, Netia en Song Networks in meer of mindere mate afgerond.

Het leeuwendeel van genoemde concerns is in de loop van de jaren negentig ontstaan in reactie op de in toenemende mate liberaliserende en privatiserende telecommunicatiebranche. In die jaren zijn wereldwijd in een zeer hoog tempo zelfstandige netwerken opgebouwd naast de bestaande, veelal met publieke middelen, aangelegde netwerken zoals die van KPN. Het is evident dat het aanleggen van dergelijke zelfstandige netwerken uiterst kapitaalintensief is. Uit de kapitaalmarkt zijn daartoe vele miljarden aan euro's en Amerikaanse dollars aangetrokken door middel van de uitgifte van obligaties. Grote gemene deler bij de financiering van de hiervoor genoemde concerns is dat die uitgifte (mede) is geschied door een speciaal daartoe naar Nederlands recht opgerichte financieringsmaatschappij, die vervolgens de opbrengsten uit die uitgifte(n) heeft uitgezet onder haar diverse (meestal) Europese groepsmaatschappijen.

Als gevolg van de aanhoudende malaise binnen de telecommunicatiebranche is een niet-onaanzienlijk gedeelte van de aldus gefinancierde zelfstandige kabelexploitanten in de omstandigheid komen te verkeren dat zij niet meer aan de betaling van bijbehorende rentelasten en/of hoofdsommen konden voldoen.

### Aanbieden van een akkoord in surseance van betaling

Over het algemeen – belangrijkste uitzondering tot op heden lijkt KPNQwest te zijn – lijken de in moeilijkheden geraakte kabelgiganten onder begeleiding van 'investment bankers' steeds in staat te zijn om hun obligatiehouders (andere crediteuren vormen meestal niet het probleem) ervan te overtuigen dat een faillissement economisch gezien voor de betrokkenen geen optimaal scenario inhoudt. Uitgangspunt daarbij lijkt steeds te zijn dat een 'going concern' aan de crediteuren de potentie biedt om een groter deel van hun investering

terug te krijgen dan het geval zou zijn bij een eventuele uitkering in liquidatie en vereffening (lees: faillissement). Zo is naar Amerikaans voorbeeld in dit soort deconfitures ook in Nederland de tendens ontstaan om met een groot deel van de obligatiehouders tot overeenstemming te komen omtrent een schuldsanering waarvan de inhoud wordt neergelegd in een door de insolvable vennootschap(en) in een surseance van betaling aan te bieden akkoord. Het grote voordeel van het aanbieden van een saneringsplan in een surseance van betaling is dat het surseance-akkoord op basis van de artikelen 273 juncto 232 van de Faillissementswet (Fw) uiteindelijk verbindend zal zijn voor alle obligatiehouders (andere crediteuren dan obligatiehouders zien in de regel onder het akkoord hun vorderingen integraal betaald). Voorwaarde daarbij is dat in de crediteurenvergadering waarin over het aangeboden akkoord wordt gestemd, de vereiste meerderheid van de tot de stemming toegelaten erkende crediteuren wordt behaald (art. 268 Fw) en de rechtbank het aldus aangenomen akkoord homologeert (art. 272 Fw).

In grote herstructurerings wordt op basis van artikel 255 Fw het ontwerp van akkoord over het algemeen tegelijk met het verzoekschrift tot verlening van surseance van betaling ter griffie van de rechtbank neergelegd. Dit heeft twee, in het kader van dit artikel met name te noemen, grote voordelen. Ten eerste wordt hierdoor deels de in Nederland heersende, voor het behoud van een 'going concern' funeste, perceptie weggenomen dat van een surseance van betaling veelal een faillissement komt (zie H.P.J. Ophof, preadvies van De Vereniging Handelsrecht 1993, p. 6). Immers, waar de schuldenaar een vooronderhandeld akkoord weet aan te bieden gloort hoop. Ten tweede wordt daarmee een, in verband met de financiële toestand van het betreffende concern, veelal broodnodige tijdswinst geboekt. De rechtbank kan namelijk op basis van artikel 255 Fw gelasten dat de in artikel 218 lid 1 Fw genoemde behandeling van het verzoek tot verlening van definitieve surseance van betaling niet zal plaatshebben en kan direct een datum bepalen voor het houden van een crediteurenvergadering teneinde te beraadslagen en te stemmen over het aangeboden akkoord.

### **Een akkoord (mede) op basis van een 'debt-for-equity swap'**

Een van de methoden die in een surseance-akkoord worden gebruikt om de balanspositie van een in moeilijkheden geraakt concern te verbeteren, is de vervallenverklaring dan wel omruiling van de uitstaande

obligaties tegen uitgifte van aandelen. Dit kunnen bijvoorbeeld (ook) aandelen zijn die worden uitgegeven door een van de andere groepsmaatschappijen binnen het bewuste concern, over het algemeen een aan een effectenbeurs genoteerde topholding. Op deze wijze, ook wel 'debt-for-equity swap' genoemd, wordt een gedeelte van het kostbare vreemd vermogen van de vennootschap omgezet in relatief goedkoper eigen vermogen. Het woord 'equity' doet overigens niet in alle gevallen recht aan de waarheid. Soms kan het bijvoorbeeld ook gaan om een 'debt-for-debt swap' al dan niet met het recht tot conversie in 'equity' op termijn. Tenzij anders aangegeven gaat dit artikel uit van uitgifte van aandelen.

De spreekwoordelijke worst die de obligatiehouders met het aanbod tot omruiling voor ogen wordt gehouden, is dat de ex-obligatiehouder zo kan profiteren van eventuele koersstijgingen van de betreffende aandelen, gebaseerd op de gedachte dat met een verbeterde balanspositie het telecommunicatieconcern inderdaad een rooskleurige(r) toekomst tegemoet gaat.

De vraag die zich voordoet, is of de ruime verbodsbepaling van artikel 3 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) van toepassing is op een dergelijke aanbieding van aandelen. In de praktijk een niet onbelangrijke vraag, allereerst in verband met de potentiële gevolgen (civielrechtelijk, bestuursrechtelijk of zelfs strafrechtelijk) van een overtreding. Daarnaast is het antwoord op die vraag van belang in een proces waarin, zoals gezegd, timing cruciaal is en te veel vertraging door bijvoorbeeld het opstellen van een prospectus of het vragen van ontheffing bij de Autoriteit Financiële Markten funest kan zijn.

### **Het verbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995**

Artikel 3 lid 1 Wte 1995 luidt:

'Het is verboden in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bij uitgifte effecten aan te bieden dan wel zodanige aanbieding door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht te stellen.'

Wanneer in een surseance-akkoord, zoals hiervoor beschreven, door een Nederlandse schuldenaar een omwisseling of vervallenverklaring van obligaties tegen uitgifte van aandelen wordt aangeboden, lijkt op het eerste gezicht het verbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995 van toepassing te zijn. Om vast te stellen of dat inderdaad zo is, dient men puntsgewijs de diverse aspecten van het verbodsartikel af te lopen.

### Uitgifte van effecten

In hoeverre in het aanbod van een akkoord sprake is van 'uitgifte' van 'effecten', moet van geval tot geval worden beoordeeld. Dat aandelen in het kapitaal van een vennootschap alsmede daarin converteerbare rechten moeten worden beschouwd als effecten, staat op basis van artikel 1 sub a onder 1 Wte 1995 wel buiten kijf.

Over het begrip 'bij uitgifte' biedt noch de wetsgeschiedenis, noch de literatuur veel aanknopingspunten. Bruikbaar uitgangspunt lijkt te zijn dat van aanbidding bij uitgifte sprake is indien de aangeboden effecten nog moeten worden gecreëerd. Op basis van die gedachte zal bij een akkoord in surseance tot omwisseling of vervalvenverklaring van obligaties tegen uitgifte van aandelen al snel aan het aspect 'bij uitgifte' worden voldaan. De schuldenpositie van de schuldenaar in een grote herstructurering is namelijk veelal dermate substantieel dat in de regel een additionele emissie noodzakelijk zal zijn om aan het aangeboden akkoord te kunnen voldoen. Voorzover er wel voldoende aandelen voor de nakoming van het surseance-akkoord op de plank zouden liggen, is het belangrijk te onderkennen dat het derde lid van artikel 3 Wte 1995 nog een ruim aantal gevallen van aanbidding van reeds bestaande effecten met het begrip 'bij uitgifte' gelijkstelt.

### Aanbieden

Een eerste aanwijzing dat het aanbieden van een akkoord in een surseance van betaling kan kwalificeren als 'aanbieden' in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995, kan worden gevonden in artikel 252 Fw:

'De schuldenaar is bevoegd bij of na het verzoek tot surséance aan hen, die vorderingen hebben, ten aanzien waarvan de surséance werkt, een akkoord aan te bieden.'

Uit literatuur en wetsgeschiedenis bij dit artikel (zie o.a. G.W. van der Felz II, *Geschiedenis van het faillissementsrecht en de surséance van betaling*, 1897, p. 145) blijkt dat de wetgever met de woorden 'aan te bieden' heeft willen aansluiten bij de betekenis van het civielrechtelijke aanbod waarbij de wil van de partijen (schuldenaar en schuldeisers) inhoud en wezen van het akkoord bepalen (vergelijk art. 6:217 jo. art. 3:33 en 3:35 BW). Een gehomologeerd akkoord wordt dan ook algemeen beschouwd als een overeenkomst tussen de schuldenaar en zijn crediteuren.

De vraag die vervolgens aan bod komt, is in hoeverre het civielrechtelijk aanbieden correspondeert met de

effectenrechtelijke variant (zie hierover onder meer C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, 2002, p. 68 e.v. en L.J. Hijmans van den Bergh, *Onderneming en Effecten*, 1998, p. 12). De Hoge Raad blijkt in het Tjoerog-arrest (HR 17 december 1996, JOR 1997, 7) het effectenrechtelijk aanbieden ruim te interpreteren door een uitspraak van het hof in stand te laten. In die hofuitspraak was bevestigd dat voor het aanbieden van effecten geen wervend optreden vereist is en dat van een aanbidding sprake kan zijn, ook al zijn met het oog op de betreffende verwerving onderhandelingen gevoerd (het surseance-akkoord is, zoals gezegd, in de regel vooronderhandeld). Ook de Autoriteit Financiële Markten hanteert een ruimere opvatting dan de puur civielrechtelijke, zoals onder meer blijkt uit haar interpretaties van 26 augustus 2002 inzake emissies en periodieke informatieverplichtingen (zie [www.autoriteit-fm.nl](http://www.autoriteit-fm.nl)). De Autoriteit Financiële Markten legt het begrip 'aanbieden' zo uit dat daaronder vallen handelingen die bestaan uit het doen van een civielrechtelijk aanbod of een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod. Aangezien het aanbieden van een surseance-akkoord civielrechtelijk een aanbod inhoudt, kwalificeert dit daarmee derhalve ook als 'aanbieden' in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995.

Een ander punt dat hier aan de orde moet komen, is de vraag of het nog uitmaakt dat in de regel de aanbieder en de uitgevende instelling twee verschillende rechtspersonen zijn. Immers, in de praktijk biedt, zoals gezegd, de schuldenaar weliswaar het akkoord aan maar hij zal niet steeds de instelling zijn die de in het akkoord aangeboden aandelen uitgeeft. De wetsgeschiedenis gaat niet expliciet op deze vraag in en in de literatuur komt dit punt slechts summierlijk aan de orde. Mouthaan geeft als definitie voor een aanbod in de zin van de Wte 1995 (zie J. Mouthaan, *V&O* 1997, p. 93):

'(...) elke handeling (niet noodzakelijk een rechtshandeling) *door of namens een uitgevende instelling* of de houders van effecten die beoogt om uit te geven effecten waarop kan worden ingeschreven onder de aandacht van beleggers te brengen, alsmede elke andere handeling die erop is gericht om beleggers tot inschrijving op effecten te bewegen.' (curs. GD)

Grundmann-van de Krol bevestigt in haar boek (a.w., p. 72) dat het gebruik van de woorden 'door of namens een uitgevende instelling' noodzakelijk is om niet ongewenst bemiddelaars onder het begrip te brengen.

Met als uitgangspunt de hiervoor gegeven definitie van 'aanbod' zal er bij het aanbieden van een surseance-akkoord met 'debt-for-equity swap' al snel sprake zijn van 'aanbieden' in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995, ook in het geval waarin de schuldenaar niet de uitgevende instelling is. Immers, de uitgevende instelling die uiteindelijk de aangeboden aandelen moet gaan uitgeven, zal zich in de surseancepraktijk op enigerlei wijze (direct of indirect) aan het akkoord moeten verbinden. Drijvende bepaling in dit verband is de tweede weigeringsgrond, genoemd in artikel 272 lid 2 Fw, op grond waarvan de nakoming van het akkoord voldoende moet zijn gewaarborgd teneinde door de rechtbank te worden gehomologeerd. Zonder al te zeer op de vele denkbare nuances van het laatstgenoemde artikel in te gaan lijkt een verbintenis op grond waarvan de uitgevende instelling zich op enigerlei wijze tot uitgifte van de aandelen verplicht, een minimumvereiste. Vanuit het faillissementsrecht bezien is het dan optimaal wanneer die groepsmaatschappij zich, door het akkoord mede te ondertekenen, rechtstreeks jegens de obligatiehouders tot de uitgifte van de in haar kapitaal aangeboden aandelen verbindt.

Niet altijd echter zal de groepsmaatschappij (tevens uitgevende instelling) bereid zijn om het akkoord te ondertekenen. Het akkoord zal dan onder genoemde definitie niet geacht kunnen worden *door* haar te worden aangeboden. Er rest dan te beantwoorden of er wel sprake is van het aanbieden van het akkoord *namens* de uitgevende instelling. Vanuit een civielrechtelijk oogpunt beschouwd zal daarvan sprake zijn als de uitgevende instelling aan de schuldenaar een volmacht verleent tot het in haar naam aanbieden van de uit te geven aandelen (vergelijk art. 3:60 BW). Het is alweer lastiger te beoordelen of van een aanbod van een akkoord *namens* de uitgevende instelling ook nog sprake is in het geval van bijvoorbeeld middellijke vertegenwoordiging waarbij de schuldenaar handelt uit eigen naam, maar voor rekening van de uitgevende instelling (bijvoorbeeld op grond van lastgeving; vergelijk art. 7:414 BW). In de praktijk blijft het in ieder geval uitgangspunt dat de nakoming van een akkoord (lees: de uitgifte van de aandelen door de uitgevende instelling) voldoende moet zijn gewaarborgd. Of dat in een bepaald geval zo is, is een feitelijke vraag, waarvan de Faillissementswet de beantwoording aan de rechter overlaat (Van der Felz II, a.w., p. 180). Gezien het feit dat op grond van artikel 272 lid 4 Fw bij gebrek aan homologatie het onmiddellijke faillissement dreigt, zal men in de praktijk niet snel geneigd zijn op dit punt onnodig de grenzen te verkennen.

## In of vanuit Nederland

Het Wte-begrip 'in of vanuit Nederland' komt er kortheidshalve (zie een voor andere uitwerking Grundmann-van de Krol, a.w., p. 76) op neer dat daaronder begrepen moet worden een aanbod (1) van een in Nederland gevestigde instelling en (2) in Nederland van een niet in Nederland gevestigde instelling. Op basis hiervan is het vrij eenvoudig te constateren dat het door een Nederlandse schuldenaar, al dan niet gezamenlijk met een groepsmaatschappij, in een surseance-akkoord aanbieden van een vervallenverklaring dan wel omruiling van uitstaande obligaties tegen uitgifte van aandelen, 'in of vanuit Nederland' geschiedt.

## Buiten een besloten kring

De volgende vraag die aan de orde moet komen, is of de obligatiehouders aan wie het aanbod wordt gedaan, gezamenlijk kunnen kwalificeren als een 'besloten kring'. Voor wat betreft het besloten-kring-begrip kunnen uit de door de Autoriteit Financiële Markten gegeven nadere uitleg (Circulaire d.d. 6 juli 1998) grofweg de volgende criteria worden gedistilleerd:

- a. de effecten uitgevende instelling en de effecten nemende leden van de betreffende kring moeten een van tevoren reeds bestaande andere relatie hebben dan enkel een financiële;
- b. als gevolg van welke relatie de leden van die kring van de bijzonderheden van de uitgevende instelling en van de aangeboden effecten redelijkerwijs op de hoogte kunnen zijn teneinde tot een beslissing te komen om al dan niet op het aanbod in te gaan; en
- c. waarbij, tot slot, die kring beperkt van omvang en nauwkeurig omschreven moet zijn (er bestaat (nog) geen getalscriterium).

Met in het achterhoofd dat de relatie tussen obligatiehouders en aanbieder in de regel enkel een financiële relatie inhoudt en er ook niet snel sprake zal zijn van een beperkte groep van obligatiehouders – het gaat veelal om enkele honderden de schuldenaar niet met naam en toenaam bekende investeerders – zal bij het aanbieden in een akkoord van een 'debt-for-equity swap' in de regel niet voldaan zijn aan het besloten-kring-criterium.

## Vrijstellingen

Wanneer uit de hiervoor omschreven analyse geconstateerd moet worden dat een aanbieding van een surseance-akkoord onder het verbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995 valt, moet vervolgens worden bezien of de Wte 1995 in samenhang met de Vrijstellingsregeling Wte 1995 in een toepasselijke uitzondering of vrijstelling voorziet.

In het kader van herstructureringslijken de meest voor de hand liggende vrijstellingen de professionelen-, niet-ingezetenen- en grote-coupires-vrijstelling te zijn (art. 2, 3 en 4 van de Vrijstellingsregeling Wte 1995). Op de professionelen-vrijstelling en de niet-ingezetenen-vrijstelling zal echter niet snel een beroep kunnen worden gedaan. Een lastig op te lossen praktijkprobleem doet zich hier namelijk voor. Als gevolg van het feit dat de obligaties in de regel toonderstukken zijn, is namelijk niet (gemakkelijk) vast te stellen of alle obligatiehouders daadwerkelijk 'professioneel' en/of 'niet-ingezetenen' zijn. Zelfs al zou men via de clearingorganisaties een poging tot een dergelijke identificatie doen, de praktijk leert dat dit geen honderd procent uitsluitel geeft. De grote-coupires-uitzondering zal ook niet snel van toepassing zijn, aangezien de aangeboden aandelen in de regel genoteerd zijn (of worden) en een grote denominatie, in verband met de verhandelbaarheid, doorgaans niet wenselijk is.

Wanneer aldus geconcludeerd moet worden dat er geen generieke vrijstelling ter beschikking staat, zal nog aan de orde moeten komen of er sprake kan zijn van een beroep op artikel 3 lid 2 sub a Wte 1995 (toelating tot notering aan Euronext Amsterdam) of artikel 3 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) en Richtlijn nr. 89/298/EEG (erkenning van een 'EU-prospectus'). Vaak immers zal er voor notering van de aandelen een prospectus moeten komen. Wanneer het aandelen in een Nederlandse vennootschap betreft, zal die notering doorgaans plaatsvinden aan Euronext Amsterdam en zal op grond van artikel 3 lid 2 sub a Wte 1995 het verbod uit het eerste lid daarvan niet van toepassing zijn. Betreft het echter aandelen die niet aan Euronext Amsterdam, maar wel elders in Europa genoteerd zijn of worden, dan kan op grond van artikel 3 lid 1 Bte 1995 aan de Autoriteit Financiële Markten om erkenning van de voor die notering samengestelde EU-prospectus worden gevraagd. Aangezien de aandelen benodigd in de 'debt-for-equity swap' veelal nog een notering moeten krijgen en die notering in de regel pas plaatsvindt nadat het akkoord is gehomologeerd, zal die buitenlandse prospectus in de regel echter niet op tijd – althans niet in de juiste vorm en door de buitenlandse toezichthouder goedgekeurd – beschikbaar zijn om aan de Autoriteit Financiële Markten te overhandigen.

Rest nog de mogelijkheid om op grond van artikel 4 lid 1 Wte 1995 de Autoriteit Financiële Markten om een ontheffing van het verbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995 te verzoeken. Die mogelijkheid echter blijkt in de praktijk meestal niet bruikbaar, omdat de Autoriteit

Financiële Markten zich op het standpunt stelt dat er geen ontheffing wordt verleend indien een prospectus en de erkenning daarvan op grond van de in de vorige alinea genoemde Europese richtlijn in het verschieft ligt. In die omstandigheid zit er veelal niets anders op dan het opstellen van een prospectus conform het Bte 1995 (zie ook R.J. Botter, *Lustrumbundel 2002*, Vereniging voor Effectenrecht, p. 45).

#### Tijdstip

Wanneer dient het prospectus dan beschikbaar te zijn? Voor een antwoord op die vraag is wederom een aantal bepalingen uit de Faillissementswet van belang. Allereerst artikel 265 lid 1 juncto artikel 144 Fw, waaruit blijkt dat het aanbod pas definitief wordt op de crediteurenvergadering. Op grond van die artikelen is de schuldenaar gerechtigd het akkoord nog staande de raadpleging (met andere woorden tot aan de stemming) te wijzigen. Zou men echter het prospectus inderdaad pas op dat moment algemeen verkrijgbaar stellen, dan komt dat stuk feitelijk als mosterd na de maaltijd en wordt alsnog op geen enkele wijze recht gedaan aan een van de doelstellingen van de Wte 1995, te weten bescherming van beleggers op de effectenmarkten. Op basis van artikel 256 lid 3 Fw zullen obligatiehouders in de regel namelijk ter crediteurenvergadering verschijnen bij schriftelijk gevolmachtigde of procureur. Teneinde dit te faciliteren circuleert de schuldenaar daartoe in de praktijk, doorgaans enkele weken voor de crediteurenvergadering, een informatiepakket met onder meer een (meestal onherroepelijke) standaard stemvolmacht. De beslissing om voor of tegen het aangeboden akkoord te stemmen wordt daarmee in de praktijk door de individuele obligatiehouder ver voor de crediteurenvergadering genomen (zie ook R.J. van Galen, *Ondernemingsrecht 2002*, p. 247).

Indachtig het voorafgaande komt het tijdstip waarop de obligatiehouder met een prospectus nog redelijkerwijs de mogelijkheid wordt geboden om een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen, daarmee op het moment te liggen dat die belegger voor het eerst op het aangeboden akkoord zijn stem kan uitbrengen. Met andere woorden, het prospectus zou in die redenering aan de Autoriteit Financiële Markten moeten worden overgelegd en algemeen verkrijgbaar moeten worden gesteld respectievelijk vóór en uiterlijk op het moment waarop de obligatiehouders de stemvolmacht wordt toegestuurd. Navraag bij de Autoriteit Financiële Markten heeft geleerd dat men aldaar deze redenering onderschrijft. Aardig is het om te onderkennen dat daarmee

---

ook impliciet is komen vast te staan dat het door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht stellen van de aanbieding van het surseance-akkoord in de periode voorafgaand aan het versturen van de stemvolmachten wordt getroffen door artikel 3 lid 2 sub c Wte 1995 juncto artikel 4 Bte 1995. Op grond daarvan moeten dergelijke advertenties en documenten vermelden waar en wanneer een prospectus openbaar zal worden gemaakt en dienen afschriften van die advertenties en documenten tijdig aan de Autoriteit Financiële Markten te worden overgelegd. Interessante vraag daarbij is of de griffier van de rechtbank, die op grond van artikel 216 Fw een openbare aankondiging van de voorlopig verleende surseance moet doen en van het bij het verzoekschrift ingediende ontwerp van akkoord melding moet maken, zich ook aan deze verplichtingen behoort te houden.

### Conclusie

In het geval van een aanbod van een akkoord in een surseance van betaling waarin, al dan niet bij uitgifte, aandelen als onderdeel van sanering van schulden worden aangeboden, zal terdege rekening moeten worden gehouden met het verbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995. Of dit verbod van toepassing is, zal van geval tot geval, door het puntsgewijs aflopen van de diverse aspecten van dat artikel, moeten worden vastgesteld. Als die analyse leidt tot de conclusie dat men onder het verbod valt en de uit te geven aandelen niet tot de notering aan Euronext Amsterdam zijn of daartoe spoedig zullen worden toegelaten, dan zit er, als er ook geen generieke vrijstelling van toepassing is, niet veel anders op dan de Autoriteit Financiële Markten om een individuele ontheffing te vragen of, indien voorhanden, een EU-prospectus erkend te krijgen. Hier ziet men zich in de praktijk veelal met het dilemma geconfronteerd dat een dergelijk EU-prospectus veelal niet tijdig beschikbaar is en de Autoriteit Financiële Markten op grond van haar beleid in dat verband ook niet bereid is om een ontheffing te verlenen. Er zit dan feitelijk niet veel anders op dan een prospectus op te stellen dat aan de vereisten van het Bte 1995 voldoet. Wil vervolgens, indachtig de bedoeling van de Wte 1995, aan de obligatiehouders de gelegenheid worden gegeven om op basis van dat prospectus een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen, dan dient het prospectus vóór het circuleren van de stemvolmachten algemeen verkrijgbaar te worden gesteld en aan de Autoriteit Financiële Markten te worden overgelegd.

*Mr. G.F. Dalenoord*  
*NautaDutilh*