

# Naar de beurs anno 2010

## Een overzicht van een beursgang en recente ontwikkelingen\*

*S.N. Demper & M.T.G. Schoonewille*

### 1 Inleiding

Er lijkt weer licht te gloren aan het einde van de tunnel. Hoewel de zorgen over de schuldproblemen in Europa aanhouden en de Europese aandelenmarkten nog volatiel blijven, vertoonde de mondiale Initial Public Offering (IPO) -activiteit in het eerste kwartaal van 2010 een duidelijke verbetering ten opzichte van het eerste kwartaal van 2009.<sup>1</sup> In het eerste kwartaal van 2010 waren er wereldwijd 267 transacties voor een gezamenlijke waarde van US\$ 53,2 miljard, tegen 52 transacties die US\$ 1,4 miljard opbrachten in het eerste kwartaal van 2009 (het kwartaal met de laagste IPO-activiteit van de afgelopen tien jaar).<sup>2</sup> De stijging van het aantal Europese beursgangen is overigens al gestart in het vierde kwartaal van 2009. In totaal waren er het laatste kwartaal van 2009 in Europa 61 IPO's met een totale waarde van bijna € 5 miljard. Dat is fors meer dan de 44 IPO's waarmee in diezelfde periode van 2008 'maar' € 1,2 miljard werd opgehaald.<sup>3</sup>

Wanneer we naar Nederland kijken is na een piek van het aantal nieuwe noteringen in 2006 het aantal beursintroductions sinds 2008 gering.<sup>4</sup> In 2008 waren er vijf nieuwe noteringen waarvan er slechts twee beursintroductions waren.<sup>5</sup> In 2009 waren er slechts vier nieuwe noteringen waarvan de beursintroduction van Delta Lloyd N.V. de enige beursintroduction was van 2009. Wel was deze IPO met één miljard euro de op één na grootste Europese beursintroduction van 2009.<sup>6</sup>

De verwachting is dat het economische herstel wereldwijd zal doorzetten en ook zal leiden tot meer activiteit op de Nederlandse kapitaalmarkten.<sup>7</sup> De termijn waarop dit gebeurt is echter onzeker; verscheidene Nederlandse bedrijven die een

\* Dit artikel is afgesloten op 20 juli 2010.

1 Ernst & Young, Q1 2010 Global IPO Update, 8 april 2010.

2 PriceWaterhouseCoopers, IPO Watch Q1 2010, 9 april 2010.

3 PriceWaterhouseCoopers, Forse stijging Europese beursgangen, 11 januari 2010, <[http://actueel.nl.pwc.com/site/algemeen/algemeen/920/forse\\_stijging\\_europese\\_beursgangen.html?internalreferrer=list](http://actueel.nl.pwc.com/site/algemeen/algemeen/920/forse_stijging_europese_beursgangen.html?internalreferrer=list)> (geraadpleegd 4 juli 2010).

4 Nieuwe noteringen kunnen hun basis vinden in een beursintroduction (IPO), cross-listing of direct listing.

5 Euronext Fact Book 2006, 2007, 2008 en 2009; te verkrijgen via <[www.euronext.com](http://www.euronext.com)>; er is alleen gekeken naar mutaties aan Euronext Amsterdam.

6 Persbericht NYSE Euronext, Delta Lloyd viert notering op Europese markt van NYSE Euronext, 3 november 2009; <[www.euronext.com/news/press\\_release/press\\_release-1731-NL.html?docid=786367](http://www.euronext.com/news/press_release/press_release-1731-NL.html?docid=786367)> (geraadpleegd op 1 juli 2010).

7 Persbericht Ernst & Young, Sterke internationale IPO-markt in eerste kwartaal zet de toon voor 2010, 9 april 2010, <[www.euronext.com/news/press\\_release/press\\_release-1731-NL.html?docid=786367](http://www.euronext.com/news/press_release/press_release-1731-NL.html?docid=786367)> (geraadpleegd op 1 juli 2010).

beursgang overwegen, stellen die door het slechte beursklimaat uit.<sup>8</sup> Om de interesse voor een notering aan de gereguleerde markt NYSE Euronext-Euronext Amsterdam (hierna: Euronext Amsterdam) te vergroten wordt momenteel gewerkt aan een initiatief dat ertoe moet leiden dat een notering in Nederland aantrekkelijker wordt. Bovendien wil men met het project de Nederlandse financiële sector onder de aandacht brengen.

In dit artikel zullen wij allereerst kort het proces van een beursgang schetsen met daarbij aandacht voor de noteringsaanvraag bij Euronext Amsterdam. Vervolgens zal stil worden gestaan bij twee gesignaleerde actualiteiten. Als uitgangspunt bij de bespreking van het proces van een beursgang geldt (een aanvraag tot toelating tot) de notering/handel van aandelen in een naamloze vennootschap met zetel in Nederland aan de gereguleerde markt van Euronext Amsterdam.<sup>9</sup>

## 2. Het proces van een beursgang

De motieven voor een beursgang kunnen variëren van het faciliteren van een exit van bestaande aandeelhouders, vergroting van de naamsbekendheid van de uitgevende instelling en de betrokkenheid van personeelsleden tot het meest gehoorde argument: het verkrijgen van toegang tot de kapitaalmarkt.<sup>10</sup> Een beursgang kan worden onderscheiden in grofweg drie fasen: (1) de voorbereidende fase (par. 2.1), (2) de uitvoerende fase (par. 2.2), en (3) de post-IPO fase (par. 2.3).

### 2.1 Voorbereidende fase

Een beursgang heeft een enorme impact. De te noteren vennootschap, haar bestuurders, commissarissen en verschillende afdelingen/bedrijfsprocessen moeten worden geprepareerd voor de beursgang. Zo zal de uitgevende instelling doorgaans geherstructureerd moeten worden en haar statuten moeten wijzigen. Verder dienen de interne procedures van de uitgevende instelling zodanig te worden ingericht dat zij kan voldoen aan de verplichtingen die op haar en de bij haar betrokken personen rusten bij of krachtens de Wft met betrekking tot marktmissbruik, rapportage en transparantieverplichtingen. Bovendien zal zij zich rekenplichtig moeten geven van de regels met betrekking tot de financiële verslaggeving en de *Corporate Governance code*.<sup>11</sup>

Daarnaast brengt de beursgang ook een verzwaring van de taken met zich voor onder meer de communicatieafdeling en de juridische afdeling van de uitgevende instelling. Zo zal de communicatieafdeling zich na de beursgang tevens moeten bezig houden met *investor relations*, de communicatie met de financiële markten

8 Het Financieele Dagblad 26 juni 2010, Griekse crisis blokkeert beursgang.

9 In de reglementen van Euronext wordt gesproken over 'toelating tot de notering' terwijl in de Wft gesproken wordt over 'toelating tot de handel'. Zie ook: C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 306-307.

10 Zie ook: M. Post, Naar de beurs?, Dossier oktober 1999, p. 2; J.B. Huizink, Leerboek Wft, Apeldoorn/Antwerpen: Maklu 2009, p. 194.

11 Zie ook de bijdrage van S. Berendsen en D.W.F.M. Zaman in het volgende nummer van O&F.

en analisten die rapporten en beleggingsaanbevelingen zullen schrijven over de uitgevende instelling en zullen de taken van de juridische afdeling na de beursgang ook bestaan uit *compliance* met de toepasselijke wet- en regelgeving.

## 2.2 Uitvoerende fase

In het verdere proces van de beursgang is de eerste stap het verlenen van een mandaat door middel van een *engagement letter* aan de hoofdverantwoordelijke begeleidende bank(en), ook wel (*joint lead (global) managers* genoemd, en het maken van afspraken omtrent de vorm van dienstverlening door de begeleidende banken en de verschuldigde beloning (de *fees*).<sup>12</sup>

### • Emissiestructuur

De vorm van de dienstverlening van de begeleidende banken kan variëren van *underwriting*, guichet (of loket)-emissie tot de inspanningsverbintenis.<sup>13</sup> Bij de laatste twee varianten faciliteren banken de emissie, maar nemen onder geen beding de aan te bieden aandelen over. Dit is anders bij *underwriting*, waarover hierna meer.

De meest passieve rol wordt door de banken ingenomen bij een guichet-emissie waarbij de banken helpen de emissie voor te bereiden, de distributie van de prospectussen faciliteren en de loketten openstellen. De banken committeren zich in dit geval niet om de aandelen bij beleggers te plaatsen. Dit is anders als banken zich verbinden op een *best efforts*-basis investeerders te zoeken voor de uitgevende instelling.<sup>14</sup> In het geval van *underwriting* zijn er twee mogelijke structuren: (1) de overgenomen emissie, of (2) de gegarandeerde emissie. In het geval van de overgenomen emissie komen de uitgevende instelling en de banken overeen dat zij de aandelen bij uitgifte zelf zullen nemen. Vervolgens zullen de banken de aandelen doorplaatsen naar het publiek als eindbeleggers. Bij een gegarandeerde emissie garandeert het syndicaat van banken dat alle uit te geven aandelen zullen worden geplaatst. Indien en voor zover de banken niet of niet voldoende beleggers kunnen vinden om de aandelen te nemen, verbinden zij zich om het restant van de aandelen zelf te nemen.<sup>15</sup>

Na het aangaan van de *engagement letter* zal de begeleidende bank in samenspraak met de uitgevende instelling en haar adviseurs een plan van aanpak opstellen waarin alle aspecten van de beursgang worden weergegeven en het beoogde tijdsplan wordt neergelegd. In de uitvoerende fase ligt de nadruk op de *due diligence* en het prospectus, welke onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. Naast een wettelijk vereist document bij de aanbidding van effecten aan het publiek of toelating

- 12 J.B. Huizink, Leerboek Wft, Apeldoorn/Antwerpen: Maklu 2009, p. 196; J.D. Kleyn, De stappen naar een beursnotering, Dossier oktober 1998, p. 20.
- 13 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\* 2009, nr. 268; J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties: omzetting van schuld in eigen vermogen, deel 79, p. 152; W.J. Horsten, Totstandkoming van transacties in de primaire markt, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, deel 71, p. 166.
- 14 R.A. Brealey, S.C. Myers, Principles of Corporate Finance, Sixth Edition, p. 412.
- 15 W.J. Horsten, Totstandkoming van transacties in de primaire markt, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, deel 71, p. 168-169.

tot de handel op een gereguleerde markt is het prospectus tevens hét document om potentiële beleggers te informeren over de uitgevende instelling en hen uit te nodigen de aandelen te nemen. Het goedgekeurde prospectus dient hiertoe enerzijds te voldoen aan de eisen van de Wft en de Prospectusverordening,<sup>16</sup> anderzijds moet de informatie in het prospectus juist, volledig en niet misleidend zijn.<sup>17</sup> Om zich hiervan te vergewissen, wordt de uitgevende instelling aan een uitgebreid onderzoek onderworpen door de begeleidende bank en haar adviseurs. De *due diligence* richt zich niet alleen op de juridische aspecten, maar zeker ook op de financiële en business aspecten. Verder omvat de *due diligence* niet enkel de bestudering van beschikbare documenten, maar strekt zich ook uit tot presentaties van/interviews met het bestuur, raad van commissarissen en het management om zo een beeld te kunnen vormen over de uitgevende instelling. Uiteindelijk dient dit *due diligence*-onderzoek ter verificatie van het prospectus.

- *Underwriting agreement*

Een ander belangrijk document in de uitvoerende fase betreft de *underwriting agreement*.<sup>18</sup> In deze overeenkomst worden de afspraken uit de *engagement letter* tussen de uitgevende instelling en alle begeleidende bank(en) uit het syndicaat – niet alleen de *joint lead managers* – nader uitgewerkt en geeft de uitgevende instelling verscheidene garanties aan de banken omtrent haar rechtspositie en de juistheid van de informatie in het prospectus en de mondelinge en schriftelijke uitingen van of namens de uitgevende instelling gedurende de beursgang.<sup>19</sup> De garanties ondersteunen de bevindingen uit de *due diligence*. Verder zal de *underwriting agreement* doorgaans vrijwaringen bevatten van de uitgevende instelling voor de banken met betrekking tot schade die de banken mogelijk zouden kunnen lijden ingeval zij op grond van prospectusaansprakelijkheid zouden worden aangesproken. De gedachte hierbij is dat de uitgevende instelling uiteindelijk verantwoordelijk is voor het prospectus en de begeleidende banken hier in het kader van de risicoverdeling geen aansprakelijkheid voor zouden moeten dragen.<sup>20</sup>

Het moment van ondertekening van de *underwriting agreement* hangt samen met de vorm van *underwriting* waarvoor wordt gekozen; *back-end underwriting* of *front-end underwriting*.<sup>21</sup> Bij *front-end underwriting* nemen de begeleidende banken aan het begin van het proces de verplichting op zich de te noteren aandelen te kopen tegen een doorgaans vooraf vastgestelde prijs door ondertekening van de *underwriting agreement*. Bij *back-end underwriting* gaan de banken de *underwriting agree-*

16 Zie ook: N.R. van de Vijver, Aanbieding van Effecten; Primaire Markt, in: Onderneming en financieel toezicht, Deventer: Kluwer, p. 285 -301; J.P. Franx, Inhoudelijke prospectusvereisten, in: Onderneming en financieel toezicht, Deventer: Kluwer, p. 349 -366.

17 Zie ook de bijdrage van M. Sinnighe Damsté in dit nummer van O&F.

18 Afhankelijk van de soort dienstverlening van de begeleidende banken wordt dit document ook wel *subscription agreement* genoemd (bij een overgenomen of gegarandeerde emissie) of *placement agreement* (bij een inspanningsverbintenis).

19 Sinds het arrest van de Hoge Raad inzake World-Online (HR 27 november 2009) lijken de begeleidende banken meer eisen te stellen aan de juistheid van en controle op mondelinge en schriftelijke uitingen tijdens de beursgang.

20 W.J. Horsten, Inleiding financiering en beursgang, maart 2009, (niet publieke publicatie), p. 10.

21 J.D. Kleyn, De stappen naar een beursnotering, Dossier oktober 1998, p. 20.

ment pas aan op het moment dat al duidelijk is hoeveel vraag er voor het betreffende aandeel in de markt is en tegen welke prijs de markt bereid is het aandeel te kopen. In de huidige markt komt *front-end underwriting* nauwelijks meer voor.

- *Prijsbepaling*

De inschrijvingstechniek voor de aandelen en hiermee de prijsbepaling van de aandelen wordt doorgaans gedetailleerd beschreven in de *underwriting agreement*. Bij een IPO wordt de uitgifteprijs meestal bepaald met behulp van de *bookbuilding*-methode. Een alternatieve methode voor de bepaling van de uitgifteprijs is de vaststelling van de prijs door deskundigen. Bij *bookbuilding* wordt de prijs vastgesteld op basis van vraag en aanbod voor de introductie. Eerst wordt op basis van een analyse van de uitgevende instelling en de marktsector waarin zij actief is een bandbreedte voor een redelijke introductieprijs vastgesteld. Deze bandbreedte wordt in het (voorlopige) prospectus verwerkt. Vervolgens wordt aan, met name institutionele, beleggers gevraagd aan te geven hoeveel effecten zij tegen welke prijs zouden willen nemen. Waar particuliere beleggers, doorgaans, uitsluitend bestens kunnen inschrijven (i.e. tegen de uiteindelijk geldende uitgifteprijs), bestaat voor institutionele beleggers meestal de mogelijkheid tot staffeling, waarbij tegen meerdere koersen voor verschillende aantallen kan worden ingeschreven.<sup>22</sup> Aan de hand van de inschrijvingen c.q. kennisgevingen wordt het 'boek' opgebouwd. Daarmee kan de interesse voor de te introduceren stukken gepeild worden en wordt door de *joint lead manager(s)* opgetekend wie welk aantal aandelen wil hebben tegen welke uitgifteprijs. De bank die het 'boek' bijhoudt wordt ook de *bookrunner* genoemd.

Zodra het (voorlopige) prospectus (nagenoeg) is gefinaliseerd zal de marketing van start gaan en zullen de uitgevende instelling en de begeleidende banken verscheidene (institutionele) beleggers bezoeken om hen te enthousiasmeren in te schrijven op de aandelen (de *roadshow*). Gedurende de *roadshow* is het van belang dat de informatie die wordt gedeeld tijdens presentaties of gesprekken met beleggers consistent is met de informatie die in het prospectus staat vermeld.<sup>23</sup>

Met het oog op de *roadshow* en de *bookbuilding* kan men ervoor kiezen het voorlopige prospectus te laten goedkeuren door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). Kiest men hier niet voor, dan is er nog geen goedgekeurd prospectus in de zin van artikel 5:2 Wft en mag nog niet aan het publiek worden aangeboden. In de situatie dat het prospectus nog niet is goedgekeurd richt de *bookbuilding* zich enkel tot institutionele, gekwalificeerde beleggers aan wie mag worden aangeboden zonder goedgekeurd prospectus.<sup>24</sup> Nadat aan het einde van de *bookbuilding*-periode de uitgifteprijs is bepaald, kan deze prijs verwerkt worden in het definitieve prospectus. Het prospectus kan vervolgens worden goedgekeurd zodat tevens aan het publiek kan worden aangeboden. Om de *bookbuilding* te faciliteren voorziet artikel 5:18 lid 1 Wft overigens ook in de mogelijkheid een 'voorlopig'

22 A.E. Pauw en T.M. Stevens, *Bookbuilding op de Nederlandse markt*, Ondernemingsrecht 1999-3, p. 74; N. Krol, *Internationalisering van de effectenhandel*, Dossier oktober 1998, p. 58.

23 Art. 5:20 lid 2 Wft.

24 Art. 5:3 lid 1 Wft juncto art. 5:2 Wft.

prospectus goed te laten keuren terwijl de definitieve prijs en het definitieve aantal effecten dat zal worden aangeboden nog niet in het prospectus zijn vermeld. Het ontbreken van deze informatie hoeft derhalve geen belemmering te vormen voor de goedkeuring. Voorwaarde in dat geval is wel dat in het prospectus de criteria of voorwaarden worden opgenomen die worden gehanteerd bij het vaststellen van de definitieve prijs of het aantal aan te bieden effecten en dat de maximumprijs per aandeel staat vermeld in het prospectus. Dit laatste doet ook niet verbazen, omdat het investerende publiek immers wel moet kunnen vaststellen voor welk bedrag het zich maximaal zou committeren indien zijn inschrijving zou worden toegewezen. Nadat de definitieve uitgifteprijs en het aantal aan te bieden aandelen is vastgesteld, dient deze informatie algemeen verkrijgbaar te worden gesteld door bijvoorbeeld een persbericht en wordt deze informatie geacht onderdeel uit te maken van het goedgekeurde prospectus.

Na afloop van de *bookbuilding*-periode zal de optimale introductieprijs vastgesteld worden in overleg tussen de banken en de uitgevende instelling en zullen de beschikbare aandelen verdeeld worden onder de inschrijvers. Hierbij zal naast een goede opbrengst gekeken worden naar de 'kwaliteit van het boek'. De kwaliteit van het boek kan men verhogen door juist beleggers met een lange investeringshorizon aandelen toe te kennen. Na vaststelling van de definitieve prijs wordt de *underwriting agreement* getekend (bij *back-end underwriting*) en vervolgens de noteringsovereenkomst tussen de uitgevende instelling en Euronext Amsterdam N.V. (zie ook hierna) en is de notering een feit.

### 2.3 Post-IPO fase

In de Post-IPO fase richten de inspanningen van de betrokken partijen zich voornamelijk op het realiseren/behouden van een stabiele koers van het genoteerde aandeel.

Zo hebben de begeleidende banken vaak in de periode na de beursintroductie een zogenoemde overtoewijzingsoptie (*greenshoe of over-allotment option*). Deze optie is doorgaans neergelegd in de *underwriting agreement*. Een overtoewijzingsoptie is een door de uitgevende instelling aan de begeleidende bank/het syndicaat van begeleidende banken toegekende optie die binnen een bepaalde periode na de emissie het recht geeft om een bepaald aantal extra aandelen (vaak tot 15%) te verkrijgen tegen de introductieprijs met als doel de begeleidende banken in staat te stellen om bij grote belangstelling meer dan het oorspronkelijk geplande aantal effecten te plaatsen.<sup>25</sup> Indien en voor zover in de *bookbuilding*-fase sprake is van overinschrijving dienen de (extra) aandelen onder de overtoewijzingsoptie (ook) te worden toegewezen, teneinde zo goed mogelijk in de vraag te voorzien. De begeleidende banken gaan hierdoor in wezen *short*. Deze *short*-positie is gedekt door middel van de overtoewijzingsoptie. Of de overtoewijzingsoptie zal worden uitgeoefend zal afhankelijk zijn van het aanbod in de namarkt. Indien sprake is van een aanbodoverschot zal de begeleidende bank/het syndicaat dit overschot verminderen door aandelen in te kopen om aan haar/zijn leveringsverplichting uit hoofde van de (extra) toewijzing te voldoen; de optie wordt in dat geval niet

25 R.E. de Rooy, *Emissie op de Nederlandse Markt*, Deventer: Kluwer 2003, p. 71.

uitgevoerd. Op deze wijze wordt de koersdaling ten gevolge van het aanbodoverschot afgeremd. Indien geen sprake is van een aanbodoverschot zullen de banken de optie wel geheel of gedeeltelijk uitoefenen om aan hun leveringsverplichtingen te voldoen. Een overtoewijzingsoptie is met name bij grote(re) emissies een veelvuldig gebruikte manier om de emissiekoers van nieuw geplaatste effecten te stabiliseren. Feitelijk bezien is de overtoewijzingsoptie een toegestane manier van marktmanipulatie om een evenwichtige prijsvorming te stimuleren.<sup>26</sup> Op grond van artikel 5:58 lid 2 Wft is het verbod van marktmanipulatie immers niet van toepassing op het verrichten van transacties of handelsorders in financiële instrumenten in het kader van stabilisatie, zoals bij de overtoewijzingsoptie het geval is. De uitoefenperiode van de overtoewijzingsoptie is doorgaans 30 dagen.

Verder spelen in de Post-IPO fase ook vaak zogenoemde *lock-up agreements* een rol met het oog op een stabiele koers. Een *lock-up*-regeling kan bijvoorbeeld in houden dat de uitgevende instelling zich committeert om gedurende een bepaalde tijd geen aandelen uit te geven. Daarnaast kunnen de aandeelhouders, bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling zich door middel van een overeenkomst contractueel jegens de uitgevende instelling of begeleidende banken verplichten om hun belang in de uitgevende instelling gedurende een bepaald tijdvak (meestal 180 tot 360 kalenderdagen) niet op enigerlei wijze over te dragen.<sup>27</sup> Een *lock-up* dient meestal meerdere doelen. Zo kan de *lock-up* enerzijds worden aangegaan om het aanbod op de markt te reguleren om verwatering en zodoende koersdrukking tegen te gaan. Anderzijds kan met een *lock-up* worden beoogd het vertrouwen van het publiek in de uitgevende instelling te bevorderen door te verzekeren dat de betrokken partijen een financieel belang houden in de uitgevende instelling.<sup>28</sup> Een *lock-up*-regeling omvat doorgaans alle transacties die naar hun aard, strekking of gevolg in strijd zijn met de doelstelling van de *lock-up*-regeling. Een *lock-up*-regeling heeft daarom vaak niet alleen betrekking op de aandelen waarvoor de toelating tot de notering is verzocht, maar meestal ook op andere belangen in de uitgevende instelling, daaronder begrepen (reeds uitgegeven) aandelen en andere (afgeleide) instrumenten of transacties die, in welke vorm dan ook, middellijk dan wel onmiddellijk, leiden tot gehele of gedeeltelijke overdracht aan derden van het (juridische en/of economische) belang in de uitgevende instelling of een hieraan gerelateerd prijsrisico.

### 3 Play it by the (rule)book

Voor een toelating tot de notering aan Euronext Amsterdam zijn naast de toepasselijke wettelijke bepalingen in of krachtens de Wft tevens de *rule books* van Euronext van belang. Euronext Rule Book, Book I (hierna: Book I) bevat de geharmoniseerde regels van Euronext.<sup>29</sup> De regels in Book I zijn van toepassing ongeacht of

26 Art. 5:58 lid 2 onder c Wft. Zie ook: art. 5:56 Wft juncto art. 2 onder i Besluit marktmisbruik Wft.

27 W.J. Horsten, *Inleiding financiering en beursgang*, maart 2009, (niet publieke publicatie), p. 10.

28 C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 312.

29 Euronext Rule Book, Book I: *Geharmoniseerde regels*, effectief per 22 februari 2010.

het een notering aan Amsterdam, Brussel, Parijs of Lissabon betreft. Euronext Rule Book, Book II (hierna: Book II) bevat de niet geharmoniseerde regels, voor Euronext Amsterdam, ook wel het Algemeen Reglement Amsterdam Stock Market genoemd.<sup>30</sup> Naast de Euronext Rule Books zijn ook de Notices van belang. Voor een noteringsaanvraag zijn dat twee Notices bij de Euronext Rule Books: Notice nr. 6-01 'Procedure voor toelating tot de notering' en Notice nr. 6-03 'Te verstrekken documentatie bij een aanvraag tot toelating'.<sup>31</sup> Hierna zal achtereenvolgens worden ingegaan op de aanvraag tot toelating (par. 3.1), de documentatie en informatie die in het kader van de aanvraag tot toelating aan Euronext dienen te worden overlegd (par. 3.2) en de beslissing inzake een aanvraag (par. 3.3).

### 3.1 Aanvraag

De door de uitgevende instelling ondertekende aanvraag tot toelating tot de notering op Euronext Amsterdam dient uiterlijk op de dag van indiening van het conceptprospectus bij de bevoegde toezichthouder, te worden ingediend bij Euronext Amsterdam N.V. (hierna: Euronext). Ingeval de aandelen van een naamloze vennootschap met zetel in Nederland onderwerp zijn van de aanvraag tot de toelating tot de notering, is de AFM bevoegd het prospectus goed te keuren.<sup>32</sup>

De schriftelijke aanvraag dient aan te geven of er ook een aanvraag is gedaan of op korte termijn zal worden gedaan voor toelating tot de notering op een andere gereguleerde markt.<sup>33</sup> De aanvraag dient te worden ondersteund door één of meer gekwalificeerde *Listing Agents*, in de markt ook nog wel sponsors genoemd. Een dergelijke *Listing Agent*, doorgaans een van de begeleidende banken, dient aangesloten te zijn bij de Amsterdamse *Euronext Securities Market* en heeft uit dien hoofde handelsrechten en verplichtingen die zijn neergelegd in onder meer de *rulebooks*.<sup>34</sup> Op grond van Rule A-2701/2 Book II dient de *Listing Agent* zich verder te committeren dat hij de uitgevende instelling gedurende het toelatingsproces, en bij een IPO, voor een periode van zes maanden volgende op de notering zal begeleiden en adviseren.

### 3.2 Documentatie

In het kader van de aanvraag dienen aan Euronext verschillende documenten en informatie te worden overgelegd.<sup>35</sup> Deze informatie is bedoeld om Euronext in staat te stellen te beoordelen of aan de relevante noteringsvereisten is voldaan. Deze noteringsvereisten zijn uiteengezet in Rule 6.6 en 6.7 van Book I. De alge-

30 Euronext Rule Book, Book II: Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market, 1 juli 2010.

31 Notice nr. 6-01, Procedure voor toelating tot de notering, versie 11 januari 2008; Notice nr. 6-03, Te verstrekken documentatie bij een aanvraag tot toelating, versie 2 oktober 2009.

32 Art. 5:6 Wft.

33 Rule 6203.

34 Een ledenlijst van de Members van NYSE Euronext – Euronext Amsterdam is beschikbaar op <[www.euronext.com/forourclient/mbs/market/list-1662-NL.html](http://www.euronext.com/forourclient/mbs/market/list-1662-NL.html)> (geraadpleegd op 1 juli 2010).

35 Rule 6501; zie ook: G. Warringa en D.A.F. van der Stam, Euronext Amsterdam – de nieuwe beursregels, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2005 -8/9, p. 242.



mene noteringsvereisten zien zowel op de uitgevende instelling als op de te noteren aandelen; zo dienen onder meer de rechtspositie en rechtsvorm van de uitgevende instelling in overeenstemming te zijn met de toepasselijke wet- en regelgeving, dienen de effecten vrij overdraagbaar en verhandelbaar te zijn en dienen de effecten geldig te zijn uitgegeven. De aanvullende noteringsvereisten variëren per categorie effecten. Indien de aanvraag tot toelating tot de notering ziet op aandelen, moeten de aandelen ten tijde van de aanvraag voldoende zijn verspreid onder het publiek en dient de uitgevende instelling op het moment van toelating tot de notering door de accountant gecontroleerde jaarrekeningen of *pro forma* jaarrekeningen (al dan niet geconsolideerd) gedeponeed te hebben over de voorgaande drie boekjaren die zijn opgesteld op grond van de geldende waarderinggrondslagen. Wanneer het boekjaar van de uitgevende instelling meer dan negen maanden voor de datum van de toelating tot de notering is afgesloten, dan moeten tevens de door de accountant gecontroleerde halfjaarcijfers gepubliceerd of gedeponeed worden.<sup>36</sup> De eis van 'voldoende verspreiding onder het publiek' houdt in dat tenminste 25% van het geplaatste aandelenkapitaal in handen van het publiek is gekomen. Van dit percentage kan echter worden afgeweken wanneer de markt in de aandelen ook kan functioneren bij een mindere spreiding onder het publiek.<sup>37</sup> Wel schrijft Book I voor dat het percentage dat in handen is van het publiek in ieder geval niet lager mag zijn dan 5% van het geplaatste aandelenkapitaal en dat het geplaatste aandelenkapitaal ten minste een waarde dient te vertegenwoordigen van € 5 miljoen, welk bedrag wordt berekend op grond van de uitgifteprijs.

Een van de documenten die door de uitgevende instelling moeten worden overgelegd betreft de noteringsovereenkomst tussen Euronext en de uitgevende instelling. Dit betreft een standaardovereenkomst waarin de uitgevende instelling zich jegens Euronext verbindt de toepasselijke *rules* uit de *rulebooks* en de toepasselijke wet- en regelgeving na te leven en de verschuldigde vergoedingen te betalen.

### 3.3 Beslissing

Ingeval de aanvraag tot toelating tot de notering ziet op een IPO zal Euronext binnen maximaal 90 dagen een beslissing nemen inzake de aanvraag.<sup>38</sup> Deze termijn begint te lopen vanaf het moment dat Euronext alle benodigde documentatie en informatie heeft ontvangen. Wel heeft Euronext aangegeven dat dit een maximumtermijn is en dat zij bij de beoordeling rekening houdt met de termijnen die in de markt gebruikelijk zijn.<sup>39</sup> Dit leidt derhalve doorgaans tot een kortere beslistermijn.

Euronext komt een ruime discretionaire bevoegdheid toe bij de weigering van een toelating tot de notering. Zo staat het Euronext vrij de toelating te weigeren op basis van iedere toepasselijke reden, onder andere wanneer, (1) de uitgevende

36 Rule 6702/1 (iii).

37 Rule 6702/1 (ii); zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 311.

38 Rule 6301.

39 G. Warringa en D.A.F. van der Stam, Euronext Amsterdam – de nieuwe beursregels, Tijdschrift voor Financieel Recht 2005/8-9, p. 241.

instelling niet voldoet aan de eisen in of krachtens hoofdstuk 6 van Rulebook I (i.e. de algemene noteringvereisten) of de toepasselijke wet- en regelgeving, (2) Euronext van mening is dat de toelating tot de notering van de aandelen schadelijk kan zijn voor de eerlijke, ordelijke en efficiënte werking van de Euronext Securities Market dan wel voor de reputatie van Euronext, of (3) de uitgevende instelling niet voldoet aan de verplichtingen die op haar rusten op grond van de notering van het aandeel aan een andere markt. Wanneer een toelating wordt geweigerd, wordt de weigering met redenen omkleed meegedeeld en staat hiertegen beroep open bij de rechtbank te Amsterdam. Ons zijn geen gepubliceerde rechtszaken bekend waarin een dergelijke procedure is gevoerd.

In het geval dat Euronext beslist tot toelating van de aandelen tot de notering is deze beslissing maximaal 90 dagen geldig, waarna deze termijn op verzoek van de uitgevende instelling eenmalig kan worden verlengd. Euronext bepaalt in beginsel op welke datum de toelating tot de notering van kracht wordt. Dit is slechts anders ingeval van een openbare aanbieding van de aandelen; in een dergelijke situatie wordt de notering van kracht na afsluiting van de inschrijvingsperiode. Op de dag van de eerste verhandeling wordt doorgaans de noteringsovereenkomst getekend.

Na het verkrijgen van de notering rusten op de uitgevende instelling nog enkele doorlopende verplichtingen op grond van de *rulebooks*, zoals de verplichting met Euronext te overleggen alvorens een statutenwijziging voor te leggen aan de aandeelhouders of Euronext alle informatie te verstrekken die nodig is met het oog op de bescherming van de beleggers of de goede werking van de markt. De meeste doorlopende verplichtingen zijn echter met de implementatie van de Transparantierichtlijn en de Richtlijn Marktmisbruik in de Wft verschoven van de *rulebooks* naar de Wft en de nadere regelgeving.

## 4 Actualiteiten

Er zijn de laatste twee jaren enkele ontwikkelingen te ontwaren op het gebied van de kapitaalmarkten en de 'beursgang'. Twee daarvan zullen onderstaand worden besproken. Ten eerste zal stil worden gestaan bij het fenomeen *dual listing* via de *fast path*-procedure dat recentelijk weer een opleving kent (par. 4.1). Ten tweede wordt het nieuwe project *Fast Track to Liquidity: IPO Roadmap to the Netherlands* besproken dat een initiatief is van het Holland Financial Centre (hierna: HFC) (par. 4.2).

### 4.1 Dual Listing

In geval van een *dual listing*, of wellicht zuiverder, een *cross-listing*, zijn de aandelen van een uitgevende instelling toegelaten tot de notering op twee of meer markten. Een *dual listing* is de manier voor een onderneming om een grotere groep beleggers aan te spreken. In het geval van een *dual listing* aan New York Stock Exchange (hierna: NYSE) en Euronext Amsterdam kan men een beroep doen op de kapitaalmarkt van zowel de Verenigde Staten als die van Europa. Andere voordelen van een *dual listing* zijn toename van de zichtbaarheid van de

onderneming en de mogelijkheid van effectenhandel in verschillende tijdzones en verschillende valuta.<sup>40</sup>

In beginsel brengt een *dual listing* met zich dat men bij twee toezichthoudende autoriteiten de procedure voor het aanvragen van een notering moet doorlopen. Euronext N.V. heeft echter met medewerking van de AFM een speciale procedure ontwikkeld voor het verkrijgen van een tweede (technische) notering aan Euronext door *non-EU issuers*.<sup>41</sup> Deze procedure en de wettelijke basis daarvoor in de Wft zullen onderstaand worden besproken. Vervolgens zullen wij enkele voor- en nadelen bespreken van de procedure zoals deze nu geldt en voorstellen doen ter uitbreiding van de procedure.

- *Notering non-EU issuer aan Euronext*

In 2007 maakte Euronext aan marktpartijen bekend dat zij met medewerking van de AFM een nieuwe procedure had ontwikkeld: de zogenoemde *Fast Path Listing*.<sup>42</sup> Een *non-EU issuer* met een notering aan een gereguleerde markt in de VS kan door middel van deze procedure een notering aan Euronext Amsterdam Stock Market<sup>43</sup> aanvragen op basis van de documentatie die bij de United States Securities and Exchange Commission (hierna: SEC) is gedeponeerd.

Voor de uitgevende instellingen die tot nu toe van de procedure gebruik hebben gemaakt speelden diverse overwegingen een rol bij hun keuze voor de *fast path*-procedure. Het gaat daarbij om onder andere het versterken van het *global profile* van de onderneming, een toegenomen zichtbaarheid bij internationale en Europese beleggers en institutionele investeerders (sommige Europese fondsbeheerders mogen slechts beleggen in effecten die zijn toegelaten op Europese gereguleerde markten), volwaardig deelnemer zijn op de Europese kapitaalmarkt en het vergroten van de liquiditeit.<sup>44</sup>

40 Zie bijvoorbeeld de dual listing bij de beursgang van Via Net.works Inc.: Hof Amsterdam 7 oktober 2008, JOR 2009/12 m.nt. Hoff (ViaNet) en C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 314, als ook: de cross listing van Anheuser Busch op NYSE en Euronext Parijs, persbericht Euronext, 28 april 2008, te verkrijgen via <www.euronext.com> (geraadpleegd op 26 juni 2010).

41 In het hiernavolgende zal onder non-EU issuer worden verstaan: een uitgevende instelling met zetel buiten de Europese Unie waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een buiten de EU gelegen handelsplatform.

42 Via een e-mail van 3 september 2007, te kennen uit: D. Busch en J.W. Hoevers, Dutch securities regulator AFM grants non-EU SEC registered companies fast track access to European equity capital markets, *Journal of International Banking Law and Regulation* 2007, 22 (12), p. 621-624; C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 153. Bij de AFM bekend als de Fast track procedure; zie: <www.afm.nl>. In het hiernavolgende zal aan deze procedure worden gerefereerd als de fast path-procedure.

43 Ook Euronext Parijs, Euronext Brussel en Euronext Lissabon zijn mogelijke entry points.

44 In verschillende bewoordingen: Satyam Computer Services, persbericht Euronext, 23 januari 2008; Cliffs Natural Resources Inc., persbericht Euronext, 6 april 2009; Weatherford International Ltd, persbericht Euronext, 6 oktober 2009; PartnerRe, persbericht Euronext, 7 december 2009; Knight Capital Group, persbericht Euronext, 25 mei 2010; alle te verkrijgen via <www.euronext.com>.

Voor deze procedure kunnen twee type uitgevende instellingen worden onderscheiden. Ten eerste een uitgevende instelling met zetel in een niet-EU-lidstaat, niet zijnde de Verenigde Staten, die op basis van Form 20-F en Form 6-K informatie deponereert bij de SEC. Ten tweede een uitgevende instelling met zetel in de Verenigde Staten die op basis van Form 10-K en Form 10-Q informatie deponereert bij de SEC. Voor beide type instellingen geldt dat de effecten waarvoor toelating tot de handel op Euronext Amsterdam wordt verzocht, reeds genoteerd dienen te zijn aan een US-gereguleerde markt.

- *Basis in de Wft*

Artikel 20 van de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) vormt de grondslag voor de mogelijkheid om effecten die zijn uitgegeven door een *non-EU issuer* toe te laten tot de handel op een Europese gereguleerde markt.<sup>45</sup> Deze bepaling is geïmplementeerd in artikel 5:9 lid 2 Wft, waaruit drie vereisten voortvloeien. Ten eerste moet het prospectus in overeenstemming met de wetgeving van de staat van de zetel van de vennootschap zijn opgesteld. Ten tweede moet het prospectus zijn opgesteld conform door internationale organisaties van effectentoezichthouders opgestelde internationale standaarden, met inbegrip van standaarden voor informatievoorziening. Een voorbeeld van dergelijke standaarden zijn de IOSCO-standaarden.<sup>46</sup> Tot slot moeten de doorlopende informatievereisten omtrent het bedrijf van de uitgevende instelling, met inbegrip van informatie van financiële aard, gelijkwaardig zijn aan de voorschriften van de Prospectusrichtlijn.<sup>47</sup> Als aan bovengenoemde eisen is voldaan en de AFM op grond van artikel 5:6 of 5:7 Wft bevoegd is, kan zij het prospectus goedkeuren zodat deze kan worden gebruikt voor toelating tot de handel op de gereguleerde markt van Euronext Amsterdam.

- *IOSCO-Standaarden*

De IOSCO-standaarden zijn oorspronkelijk in 1998 opgesteld.<sup>48</sup> Deze standaarden vormen in de Prospectusrichtlijn<sup>49</sup> en de Wft<sup>50</sup> de grondslagen op basis waarvan gelijkwaardigheid van documentatie van *non-EU-issuers* met een EU-prospectus<sup>51</sup> wordt beoordeeld. Het doel van de standaarden is grensoverschrijdende

45 Art. 20 Prospectusrichtlijn. Aan twee (cumulatieve) voorwaarden moet zijn voldaan. Allereerst moet het prospectus zijn opgesteld in overeenstemming met door internationale organisaties van effectenhoudende organisaties van effectentoezichthouders opgestelde internationale standaarden met inbegrip van de IOSCO-standaarden voor de informatievoorziening. Ten tweede moeten de informatievereisten, met inbegrip van de informatie van financiële aard, gelijkwaardig zijn aan de voorschriften van de Prospectusrichtlijn.

46 Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 569.

47 De verplichtingen uit de Transparantierichtlijn worden van toepassing bij de toelating tot de handel op een gereguleerde markt in de Europese economische ruimte.

48 IOSCO International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, September 1998 (IOSCO Standards 1998).

49 Overweging 22 Preambule jo. art. 20 lid 1 sub a Prospectusrichtlijn.

50 Zie: art. 5:9 lid 2 Wft en Kamerstukken II 2005/06, 297 08, nr. 19, p. 569.

51 I.e. een prospectus dat is opgesteld volgens de binnen de EU geldende wet- en regelgeving; in het geval van Nederland: de Prospectusrichtlijn, de Prospectusverordening en de Wft.

aanbiedingen en toelatingen tot de handel van effecten te faciliteren in combinatie met een hoog niveau van beleggersbescherming.<sup>52</sup> De te verstrekken *disclosures* zijn onderverdeeld in tien deelonderwerpen.<sup>53</sup>

De financiële informatie van de uitgevende instelling dient in beginsel te zijn opgesteld aan de hand van de IAS/IFRS-standaarden. De US GAAP worden als gelijkwaardig aan de IFRS-standaarden geaccepteerd in het kader van een *fast path*-procedure.<sup>54</sup> De specifieke vereisten voor (de vorm waarin en wijze waarop) historische financiële informatie in een prospectus dient te worden opgenomen, vindt men terug in artikel 35 Prospectusverordening ((EG) nr. 809/2004).<sup>55</sup>

- *Toezichthouder AFM*

De AFM maakt voor de goedkeuring gebruik van haar bevoegdheid op grond van artikel 5:9 Wft.<sup>56</sup> In de *fast path*-procedure keurt de AFM een prospectus goed dat samengesteld wordt uit de bij de SEC gedeponeerde documentatie van de uitgevende instelling welke is vergezeld door een *EU wrapper*. Er hoeft geen volledig

52 IOSCO Standards 1998, p. 3.

53 Ten eerste informatie over het bestuur, het hogere management en de betrokken adviseurs. Ten tweede de statistieken en het verwachte tijdpad van de aanbieding. Verder schrijven de IOSCO-standaarden voor dat zogenoemde key information wordt verstrekt. Dit omvat bepaalde geselecteerde financiële gegevens, redenen voor de aanbieding, aanwending/doel van de ontvangen gelden en risicofactoren. Het vierde onderdeel schrijft voor dat de belegger informatie wordt gegeven over de uitgevende instelling. Hierbij moet gedacht worden aan de historie en ontwikkeling van de onderneming, overzicht van haar activiteiten, organisatie en eigendom en bedrijfsmiddelen. Een ander deel bepaalt dat disclosure moet worden gegeven ten aanzien van de operationele en financiële waardering. Daarbij wordt niet alleen een overzicht van de huidige stand van zaken gevraagd, maar ook openbaarmaking van toekomstige verwachtingen verlangd. In deel zes komt de openbaarmaking van informatie over bestuurders, hogere managementleden, werknemers en aandeelhouderschap aan de orde. Vervolgens schrijft onderdeel zeven van de IOSCO-standaarden voor dat het prospectus informatie dient te bevatten over de meerderheidsaandeelhouders en related party transactions. In het achtste onderdeel komt aan de orde welke financiële informatie moet worden overgelegd, zoals geconsolideerde jaarrekeningen. Onderdeel negen behandelt de aanbieding en de notering en bepaalt dat onder andere informatie moet worden verstrekt over de gegevens van de notering, de relevante markt/beurs en kosten van de uitgifte. Deel tien behandelt ten slotte de zogenoemde overige informatie, waar onder meer wordt verstaan informatie over de constitutionele documenten van de uitgevende instelling, materiële contracten en belastingaspecten.

54 Art. 35 lid 5 Prospectusverordening; Beschikking van de Commissie van 12 december 2008, betreffende het gebruik door effectenuitgevende instellingen van derde landen van nationale standaarden voor jaarrekeningen van bepaalde derde landen en van de International Financial Reporting Standards voor de opstelling van hun geconsolideerde financiële overzichten, 2008/961/EG, PbEU 2008, L 340/112; International Listing Guide. Fast Path Listing using SEC Filings, NYSE Euronext, Gide Loyrette Nouel, April 2008, p. 9, te verkrijgen via: <www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf> (geraadpleegd 23 juni 2010).

55 Laatstelijk gewijzigd door Verordening (EG) nr. 1289/2008 van de Commissie van 12 december 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat met prospectussen en reclame verband houdende elementen betreft, PbEU 2008, L 340/17.

56 C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 153.

apart prospectus te worden opgesteld voor de toelating tot de handel op de gerelementeerde markt Euronext Amsterdam. Dit wordt hierna nader toegelicht. Bij de AFM moet een goed te keuren prospectus, de ingevulde verwijzingstabel *fast track*-procedure, alle door verwijzing opgenomen documenten, een bevestigingsbrief van een gerenommeerd US-advocatenkantoor, een verklaring van de uitgevende instelling en een schriftelijke aanvraag voor goedkeuring worden ingediend.<sup>57</sup> In de verwijzingstabel dient per genoemd *item* te worden aangegeven op welke pagina van de aangeleverde SEC-documentatie de betreffende *item*-informatie kan worden teruggevonden. De brief van het US-advocatenkantoor moet bevestigen dat zij de gedeponeerde 20-F *forms* van de uitgevende instelling van de voorgaande drie jaren en de daarbij behorende SEC-*review letters* heeft bekeken en dat deze *prima facie* lijken te voldoen aan de vereisten van de Exchange Act en de SEC-regels.<sup>58</sup> Het goed te keuren prospectus is feitelijk niet meer dan een overzicht van de belangrijkste condities van de notering met daarbij enkele tekstuele aanvullingen (onder andere omtrent meldingsverplichtingen en fiscale behandeling) om tegemoet te komen aan de vereisten waar een prospectus aan moet voldoen op grond van de Wft en de Prospectusverordening.<sup>59</sup> Deze tekstuele aanvullingen om te zorgen dat wordt voldaan aan de Europese vereisten wordt ook wel de *EU-wrapper* genoemd. Er hoeft dus geen volledig nieuw prospectus opgesteld te worden voor de *fast path*-procedure. De aanvraag wordt uiteindelijk door de AFM in een versnelde procedure behandeld.

- *Fast path-procedure in de praktijk*

In de praktijk is de *fast path*-procedure nog geen veelgebruikt instrument voor een notering aan de Euronext Amsterdam Stock Market. Er is sinds invoering slechts één *non-EU issuer* geweest die van deze procedure gebruik heeft gemaakt: Satyam Computer Services Ltd. die overigens in 2009 de notering aan Euronext Amsterdam noodgedwongen beëindigd heeft.<sup>60</sup>

Hoewel de *fast path*-procedure nog niet echt aanslaat bij *non-EU issuers* op Euronext Amsterdam, lijkt dit voornamelijk een lokaal 'probleem' te zijn. Euronext Parijs wordt sinds 2007 namelijk veelvuldig als *entry point* gebruikt. In totaal hebben al zeven partijen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een *cross listing*

57 Verwijzingstabel en formats voor de bevestigingsbrief en de verklaring van de uitgevende instelling kunnen worden opgevraagd bij de AFM via het e-mailadres [service.prospectus@afm.nl](mailto:service.prospectus@afm.nl); zie: <[www.afm.nl](http://www.afm.nl)>.

58 En de verklaring dat de SEC een Review Letter heeft afgegeven voor de 20-F forms van de drie voorgaande jaren.

59 Zie ook: International Listing Guide. Fast Path Listing using SEC Filings, NYSE Euronext, Gide Loyrette Nouel, April 2008, p. 13, te verkrijgen via: <[www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf](http://www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf)> (geraadpleegd 23 juni 2010).

60 Euronext Factbook 2008, New Listings en 2009, Delistings; voor Satyam vormden de juridische en financiële lasten die voor hen verbonden waren aan de listing aan Euronext de reden om te concluderen tot een beëindiging van hun *cross listing* aan Euronext Amsterdam; zie onder andere Satyam to delist from Euronext Amsterdam, Tribune India, 14 april 2009. Ongetwijfeld speelde de financiële fraude die bij Satyam was geconstateerd ook een rol in de beslissing; zie onder andere Financial Scandal at Outsourcing Company Rattles a Developing Country, New York Times, 7 januari 2009.

tussen NYSE en Euronext Parijs te bewerkstelligen met behulp van de *fast path*-procedure.<sup>61</sup> De meest recente is de *fast path*-notering van Knight Capital Group in mei 2010.<sup>62</sup>

De *fast path*-procedure biedt zeker voordelen voor de daarvoor in aanmerking komende uitgevende instellingen om op een relatief makkelijke en efficiënte wijze toelating tot de handel op een Europese gereglementeerde markt voor door hen uitgegeven effecten te bewerkstelligen.

De keuze voor Euronext<sup>63</sup> heeft ook nog diverse andere voordelen. Ten eerste de toegang tot een grote Europese kapitaalmarkt via lokale *entry points* (Amsterdam, Brussel, Lissabon of Parijs). Dit is een gevolg van de integratie van vier handelsplatformen in één organisatie. Euronext behoort tot de grote handelsplatformen in Europa qua *daily traded volumes*. Bovendien heeft het handelsplatform de afgelopen jaren zichzelf vernieuwd door achtereenvolgens de introductie van één centraal orderboek en een *universal trading platform* ('UTP').

Anderzijds moet daar wel de kanttekening bij geplaatst worden dat de *fast path*-procedure slechts een technische *listing* tot gevolg heeft. Dit houdt in een toelating tot de handel op een gereglementeerde markt van effecten die al zijn toegelaten tot de handel (in dit geval aan de NYSE) zonder dat daaraan een aanbieding aan het publiek in de EU is gekoppeld.<sup>64</sup> Wil de uitgevende instelling een aanbieding aan het publiek doen, dan is het alsnog noodzakelijk een 'volledig' door de AFM goedgekeurd prospectus op te stellen.

#### • *Nieuwe mogelijkheden*

In de toekomst zou uitbreiding van de *fast path*-procedure overwogen kunnen worden. Die zou in de eerste plaats kunnen bestaan uit de toepassing van de *fast path*-procedure in het geval van notering aan Euronext die gepaard gaat met een

61 Te weten: Philip Morris International (maart 2008), Anheuser Busch (april 2008), Companhia Vale do Rio Doce (juli 2008), Cliffs Natural Resources (april 2009), Weatherford (oktober 2009), Partnerre Ltd. (december 2009) en Knight Capital Group (mei 2010); Euronext Fact Book 2008 en 2009 en press releases met betrekking tot genoemde noteringen, te verkrijgen via: <[www.euronext.com](http://www.euronext.com)> (geraadpleegd 24 juni 2010).

62 Een verklaring voor dit feit kan gelegen zijn in het gunstige 'ecosysteem' rond Euronext Parijs. Paris Europlace, The Paris Financial Markets Organisation heeft in 2002 een strategic action plan gepresenteerd met 9 speerpunten, waaronder de ondersteuning van de ontwikkeling van Euronext als handelsplatform; <[www.paris-europlace.net/goals\\_and\\_missions.htm](http://www.paris-europlace.net/goals_and_missions.htm)>. De Franse autoriteiten hebben in 2007 een aanpak om de Franse financiële sector aantrekkelijker te maken gepresenteerd. Zie onder andere: <[www.paris-europlace.net/haut\\_comite\\_de\\_place.htm](http://www.paris-europlace.net/haut_comite_de_place.htm)> (geraadpleegd 26 juni 2010).

63 De voordelen gelden voor alle entry points voor de *fast path*-procedure.

64 International Listing Guide. Fast Path Listing using SEC Filings, NYSE Euronext, Gide Loyrette Nouel, April 2008, p. 5, te verkrijgen via: <[www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf](http://www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf)> (geraadpleegd 23 juni 2010). Zie ook: D. Busch en J.W. Hoovers, Dutch securities regulator AFM grants non-EU SEC registered companies fast track access to European equity capital markets, *Journal of International Banking Law and Regulation* 2007, 22 (12), p. 623.

aanbieding aan het publiek.<sup>65</sup> Artikel 5:9 Wft en artikel 20 Prospectusrichtlijn bieden hiervoor reeds een grondslag.

Een andere mogelijke uitbreiding houdt in dat *non-EU-issuers* waarvan de effecten genoteerd zijn aan een handelsplatform buiten de EU, niet zijnde een US-gereguleerde markt ook gebruik kunnen maken van de *fast path*-procedure voor een notering aan Euronext.<sup>66</sup> Met de opkomst van de Aziatische markten zou het bijvoorbeeld interessant zijn de procedure open te stellen voor uitgevende instellingen waarvan de effecten reeds zijn genoteerd aan de Hong Kong Exchange of de Singapore Stock Exchange. Uiteraard is een dergelijke uitbreiding alleen mogelijk indien in die jurisdicties eenzelfde niveau van documentatie en transparantie vereist wordt van de uitgevende instelling als onder de Prospectusrichtlijn.<sup>67</sup>

Het zou voor aan Euronext genoteerde instellingen ook zeer aantrekkelijk kunnen zijn, wanneer zij op basis van hun bij Euronext en de AFM gedeponeerde documentatie een notering aan bijvoorbeeld NYSE of een ander buiten de EU gelegen handelsplatform zouden kunnen verkrijgen.<sup>68</sup> Dit zou men aan kunnen duiden als een *reversed fast path*-procedure.

#### 4.2 *Fast Track: IPO Roadmap to the Netherlands*

Het HFC, een publiek-privaat samenwerkingsverband van de financiële sector in Nederland,<sup>69</sup> is in de zomer van 2009 begonnen met het zoeken naar mogelijkheden tot innovatie van onder andere het Nederlandse handelsplatform. In samenwerking met Deloitte organiseerde het HFC een *Innovation Fast Track* waardoor diverse projecten zijn opgezet die de positie van de Nederlandse financiële sector en kapitaalmarkt via het handelsplatform Euronext moeten versterken.<sup>70</sup> De deelnemers waren diverse organisaties die actief zijn in de effectenhandel, waaronder ABN Amro, EuroClear, NYSE Euronext, Fortis, HFC, ING, Kas Bank, KBC, Optiver, Rabobank, SNS en Deloitte.<sup>71</sup>

65 International Listing Guide. Fast Path Listing using SEC Filings, NYSE Euronext, Gide Loyrette Nouel, April 2008, p.6, te verkrijgen via: <[www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf](http://www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf)> (geraadpleegd 23 juni 2010).

66 Hetgeen ook al in overweging werd gegeven in: International Listing Guide. Fast Path Listing using SEC Filings, NYSE Euronext, Gide Loyrette Nouel, April 2008, p.6, te verkrijgen via: <[www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf](http://www.euronext.com/fic/000/033/111/331110.pdf)> (geraadpleegd 23 juni 2010).

67 Zie voor het geval gekozen wordt voor Euronext Amsterdam en Nederland als point of entry, de vereisten van art. 5:9 lid 2 Wft. Een aanwijzing dat dit het geval is voor de Hong Kong Exchange vinden we in: Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, <[www.hkex.com.hk/eng/index.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm)> (geraadpleegd 26 juni 2010) en voor de Singapore Exchange vinden we dit in de ASEAN standaarden welke gebaseerd zijn op de IOSCO standaarden, <[www.aseansec.org/23762.htm](http://www.aseansec.org/23762.htm)> (geraadpleegd 2 juli 2010).

68 Zie ook: D. Busch en J.W. Hoevers, Dutch securities regulator AFM grants non-EU SEC registered companies fast track access to European equity capital markets, *Journal of International Banking Law and Regulation* 2007, 22 (12), p. 624.

69 Zie voor deze en andere focusgebieden: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)>.

70 Holland Financial Centre, Update Strategische Agenda, p. 24 te raadplegen via: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)> (geraadpleegd op 22 juni 2010) en de brochure Holland Financial Centre, te raadplegen via: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)> (geraadpleegd op 22 juni 2010).

71 Holland Financial Centre, Nieuwsbrief april 2010, p. 5, te raadplegen via: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)> (geraadpleegd op 22 juni 2010).



- *Het project*

Een van de projecten die is voortgekomen uit de *Innovation Fast Track* is *Fast Track to Liquidity: IPO Roadmap to the Netherlands*.<sup>72</sup> Het doel van dit project is het traject van een IPO te verkorten tot slechts vijf weken (mogelijk) in plaats van een traject dat nu gemiddeld vier tot zes maanden in beslag neemt.<sup>73</sup> Deze termijn begint op het moment dat men de eerste informele gesprekken met de AFM heeft over de goedkeuring van het prospectus. Door het traject van beursnotering zo kort, efficiënt en inzichtelijk mogelijk te maken, kan bovendien de concurrentiepositie van Nederland als IPO-dienstverlener versterkt worden. HFC, NYSE Euronext, Euroclear, LHC Clearnet, AFM, DNB, het ministerie van Financiën, Deloitte, diverse advocatenkantoren, zakenbanken en accountantskantoren participeren in dit project.

- *Twee fasen*

In de eerste fase is het IPO-traject in kaart gebracht, geanalyseerd en heeft men mogelijke struikelblokken gelokaliseerd. Daarna zijn in een aantal bijeenkomsten de mogelijke struikelblokken en oplossingen verder geïdentificeerd en geprioriteerd.

In de tweede fase worden in drie werkstromen en verschillende werkgroepen de voorstellen tot verbetering uitgewerkt. Naar verwachting van het HFC zullen deze voorstellen eind oktober 2010 gereed zijn.<sup>74</sup>

- *Drie hoofdlijnen*

De opzet is om het vervolg van het project langs drie hoofdlijnen uit te rollen. De eerste hoofdlijn beoogt het creëren van een aantrekkelijk *IPO-ecosysteem* en overeenkomstig wettelijk kader. Een werkgroep zal juridische struikelblokken identificeren en waar mogelijk wegnemen. Met name aan de wijze waarop Europese richtlijnen worden geïmplementeerd zal aandacht geschonken worden. Als andere EU-landen bij de implementatie van deze richtlijnen niet even ver gaan, kan dit ertoe leiden dat uitgevende instellingen in die landen een notering aanvragen en daar hun effecten aanbieden in plaats van in Nederland.

Ten tweede zal er een lijn worden uitgerold met betrekking tot het IPO-traject zelf. Deze lijn concentreert zich op de wijze waarop het prospectus opgebouwd wordt, hoe de goedkeuringsaanvraag bij de AFM en de noteringsaanvraag bij Euronext Amsterdam verloopt. De bedoeling van de tweede hoofdlijn is het stroomlijnen van dit proces. Men is van mening dat er nog veel te verbeteren valt in het goedkeuringsproces bij de AFM. Door meer duidelijkheid te scheppen vooraf over de eisen die de AFM stelt aan het prospectus wil men bewerkstelligen dat het aantal commentaarformulieren met opmerkingen van de AFM af zal nemen. Momenteel is de ervaring van marktpartijen namelijk dat het goedkeu-

72 Holland Financial Centre, News, Persbericht *Fast Track*, te raadplegen via: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)> (geraadpleegd op 22 juni 2010).

73 Holland Financial Centre, Nieuwsbrief april 2010, p. 5.

74 Holland Financial Centre, Nieuwsbrief juni 2010, p. 11, te verkrijgen via: <[www.hollandfinancialcentre.nl](http://www.hollandfinancialcentre.nl)> (geraadpleegd op 26 juni 2010). Het is niet uit te sluiten dat ten tijde van publicatie van deze bijdrage het project verder gevorderd zal zijn.

ringsproces bij de AFM nog te veel tijd in beslag neemt. Door zowel uitgevende instellingen als adviseurs vooraf van meer informatie te voorzien, zou de doorlooptijd van de goedkeuring van een prospectus teruggedrongen kunnen worden. Dit kan verder worden bereikt door verduidelijking van de vereisten en vergaande mate van standaardisatie van documenten en schema's. Bovendien kan hierdoor niet alleen de doorlooptijd voor goedkeuring verminderd worden, maar kan daarmee ook het proces van het opstellen van een prospectus versneld worden wat ook weer tot kostenbesparingen aan de zijde van de uitgevende instelling kan leiden.

Tot slot richt het HFC zich op het vergroten van de zichtbaarheid van het Nederlandse handelsplatform en de Nederlandse financiële en juridische sector als de aangewezen IPO-dienstverlener in het buitenland door de promotie van onder andere de resultaten van het project *IPO Roadmap to the Netherlands*. Andere te ondernemen acties voor deze hoofdlijn zijn deelname aan seminars in en buiten Nederland en het participeren in handelsmissies. Op deze manier wil men de mogelijkheden voor een notering in Nederland en meer in het algemeen de Nederlandse financiële sector onder de aandacht brengen van buitenlandse betrokken partijen, met name potentiële uitgevende instellingen. Men ziet namelijk dat door de afgenomen aanwezigheid van grote Nederlandse zakenbanken in het buitenland de aandacht voor een notering in Nederland vanuit het buitenland minder is geworden. Door Nederland weer als handelsplatform onder de aandacht te brengen bij buitenlandse uitgevende instellingen en zakenbanken, hoopt men te bewerkstelligen dat ook de *fast-path*-procedure met Euronext Amsterdam als *entry point* voor de Europese kapitaalmarkt aan populariteit wint.

De verwachting is dat begin september meer informatie bekend zal zijn omtrent het project *Fast Track to Liquidity: IPO Roadmap to the Netherlands*.

## 5 Tot slot

De kapitaalmarkten hebben de afgelopen jaren in zwaar weer verkeerdt, maar verbetering lijkt onderweg. De hiervoor voorgestelde uitbreidingen van de *fast path*-procedure voor *cross listing* aan NYSE en Euronext Amsterdam, zouden kunnen bijdragen aan een aantrekkelijker IPO-markt in Nederland. Als de AFM meer derde landen aanwijst als landen waar een gelijkwaardig prospectusregime geldt,<sup>75</sup> dan wordt Nederland mogelijk aantrekkelijker als locatie om een noteringsaanvraag in te dienen.

Naar verwachting zullen de meeste IPO's die voor het derde en vierde kwartaal van dit jaar gepland stonden, worden uitgesteld door de onzekere stemming op de beurs. De verwachting is dat deze transacties begin 2011 weer op de agenda zullen komen.<sup>76</sup> Indien het project *Fast Track to Liquidity: IPO Roadmap for the Netherlands* tegen die tijd verder gevorderd is en al de eerste resultaten heeft behaald,

<sup>75</sup> Met andere woorden: prospectussen opgesteld naar de wet- en regelgeving van die landen die voldoet aan de vereisten van art. 5:9 lid 2 Wft.

<sup>76</sup> Zie onder andere het artikel in *Het Financieel Dagblad* van 26 juni 2010, Griekse crisis blokkeert beursgang.

S.N. Demper & M.T.G. Schoonewille

biedt dit wellicht mogelijkheden meer ondernemingen te interesseren voor een notering aan Euronext Amsterdam.