

Waar werkt de underwriter?

Inleiding

Op de kapitaalmarkt is de *underwriter* vaak een onmisbare schakel tussen vraag en aanbod; tussen uitgevende instelling en beleggers. De dienst die hij verleent, kwalificeert op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) als een beleggingsdienst.¹ Die dienst is daardoor in beginsel vergunningplichtig *mits* verleend in Nederland. In deze bijdrage ga ik op zoek naar een passend criterium voor het lokaliseren van de dienst die de underwriter verleent. Daartoe analyseer ik eerst de relevante bepalingen uit de Wft, de plaatsbepalingscriteria, enige literatuur, rechtspraak, en standpunten van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), de Europese Commissie en marktpartijen. Verder zal ik een emissieproces beschrijven zoals dat in de praktijk voorkomt, waarbij ik vooral inga op de functie van de underwriter. Ik zal uitgaan van een grote obligatie-emissie door een financieringsmaatschappij die in Nederland is gevestigd, terwijl de beleggers en de moedermaatschappij elders zijn gevestigd. Vervolgens zal ik de plaatsbepalingscriteria toepassen op het door mij omschreven emissieproces en die criteria beoordelen. Ik zal concluderen dat het naar mijn mening voor plaatsbepaling bij onderwriting als hoofdregel aanbeveling verdient om uit te gaan van de plaats van vestiging van het hoofd- of bijkantoor waar zich tijdens het emissieproces het primaire aanspreekpunt bevindt van de underwriter als karakteristieke prestant. Niettemin is uitzondering mogelijk als het merendeel van de deelprestaties die de underwriter tijdens het emissieproces verricht, in één andere jurisdictie plaatsvindt en dat proces daardoor in overwegende mate raakvlakken heeft met die jurisdictie, of wanneer het beschermingsbeginsel uitzondering vergt. In het belang van de rechtszekerheid pleit ik evenwel voor restrictieve toepassing van de uitzonderingsregels. Daarmee zoek ik aansluiting bij artikel 4 lid 2 van het EG-Verbintenissenverdrag (EVO).²

Wettelijk kader

Artikel 2:96 Wft verbiedt het verlenen van een beleggingsdienst zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning. Onder het verlenen van een beleggingsdienst verstaat de Wft onder andere het verrichten van werkzaamheden, gericht op het in de uitoefening van een beroep of bedrijf overnemen of plaatsen van financiële instrumenten bij aanbieding ervan als bedoeld in hoofdstuk 5.1 Wft (zie art. 1 (verlenen van een beleggingsdienst) sub e Wft). Het wetsvoorstel ter implementatie van de MiFID (MiFID-wetsvoorstel) bevat in dit opzicht geen noemenswaardige

wijziging.³ In deze bijdrage ga ik niet in op de mogelijke uitzonderingen van het verbod van artikel 2:96 Wft (anders dan de territoriale uitzonderingen), vrijstellingen, ontheffing of gebruikmaking van een Europees paspoort langs de weg van de notificatieprocedure.

Plaatsbepalingscriteria

Er zijn verschillende methoden denkbaar om de plaats te bepalen waar een beleggingsdienst wordt verleend. Het verschil zit in het criterium dat men gebruikt om de dienst te lokaliseren. Dat kan onder andere variëren van (1) wie het initiatief tot de dienstverlening neemt (de *initiative test*), (2) de plaats waar de karakteristieke prestatie wordt verricht, (3) de vestigingsplaats van de cliënt tot (4) de vestigingsplaats van de dienstverlener of karakteristieke prestant. Bij dienstverlening bedoelt men met de karakteristieke prestatie, de prestatie die het wezen van de dienst vormt en waarvoor betaling is verschuldigd.⁴ Bij de *initiative test* stelt men vast wie het initiatief heeft genomen tot het verlenen van de dienst. Nam de dienstverlener het initiatief, dan wordt de dienstverlening geacht plaats te vinden in het vestigingsland van de cliënt. Voor de volledigheid merk ik op dat Grundmann-van de Krol erop wijst dat de Europese Commissie ook de mogelijkheid onderzocht heeft om een dienst te lokaliseren aan de hand van de plaats waar de documentatie wordt ondertekend.⁵ Dat criterium lijkt mij ongeschikt, omdat partijen de uitkomst daarvan naar mijn mening te gemakkelijk naar hun hand kunnen zetten. Ik besteed daaraan verder geen aandacht.

Indicatoren

Om van geval tot geval te beoordelen waar de aanbieding heeft plaatsgevonden, hanteren toezichthouders indicatoren, zoals bijvoorbeeld beschreven in paragraaf 2 ('Internet en de reikwijdte van de Wft') van de Beleidsregel Internet van de AFM en artikel 5 ('Actief op de Nederlandse markt') van de Beleidsregel Media Wtk 1992 van De Nederlandsche

-
3. Zie voor het wetsvoorstel: Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 2 en voor de MiFID: Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Gemeenschappen van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van Richtlijn nr. 85/611/EEG en nr. 93/6/EEG van de Raad en Richtlijn nr. 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn nr. 93/22/EEG van de Raad (PbEG 2004, L 145/1).
 4. Interpretatieve mededeling van de Commissie: vrij verrichten van diensten en algemeen belang in de Tweede Bankrichtlijn, SEC(97)1193 definitief, p. 6.
 5. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007, par. 6.10.1 (Verlenen 'in Nederland') en C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006, par. 6.5.3 ('Verrichten in Nederland' door buitenlandse instelling).

1. Stb. 2006, 475.

2. Verdrag van 19 juni 1980, Trb. 1980, 156.

Bank (DNB).⁶ Die indicatoren zijn toegesneden op situaties waar diensten per elektronische communicatiemiddelen worden aangeboden, zoals via het internet of e-mail. Hierna ga ik nader in op het standpunt van de AFM.

Literatuur en rechtspraak

Van Beek gaat in een bijdrage uit 2000 nader in op het indicatorenbeleid en lijkt in beginsel de initiatieve test en het daaraan ten grondslag liggende beschermingsbeginsel te onderschrijven, alhoewel hij opmerkt dat bij toepassing hiervan ook problemen kunnen ontstaan.⁷ In zijn bijdrage besteedt Van Beek ook aandacht aan de schaarse rechtspraak over dit onderwerp, waarbij hij één vonnis in kort geding aanhaalt waarin ruimte toegekend lijkt te worden voor de initiatieve test.⁸ Van Beek constateert dat het voor de praktijk een groot gemis is dat de beleidsregels van DNB en de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE, de voorloper van de AFM) niet ingaan op de initiatieve test of op de toets van de kenmerkende prestatie.⁹ Ik voeg daaraan toe dat DNB en AFM daar evenmin op ingaan in hun huidige beleidsregels. Veiligheidshalve verdient het daarom mijns inziens aanbeveling om een twijfelgeval indien mogelijk aan de AFM voor te leggen of de onderwriter te adviseren om gebruik te maken van het Europees paspoort langs de weg van de notificatieprocedure (als hij daarvoor in aanmerking komt).

Ook Grundmann-van de Krol behandelt de verschillende plaatsbepalingscriteria.¹⁰ Zij vestigt daarbij de aandacht op een passage in de parlementaire geschiedenis van artikel 2:65 en 2:96 Wft, waaruit afgeleid zou kunnen worden dat de wetgever heeft gekozen voor het criterium van de vestigingsplaats van de cliënt. Zij besteedt ook kort aandacht aan het 'marktcriterium' van Tison, dat (ook volgens haar) in feite overeenkomt met de initiatieve test.¹¹ Grundmann-van de Krol merkt voorts op dat zij het jammer vindt dat de wetgever niet meer aandacht heeft geschonken aan de plaatsbepalingsproblematiek.¹²

Onlangs kwam het beleid van de AFM, de initiatieve test en de leer van de karakteristieke prestatie nog aan de orde in een uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 24 april 2007. De rechtbank verwierp daarin (mijns inziens terecht) een beroep op de initiatieve test.¹³

6. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-08 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het internet in relatie tot het toezicht op het verkeer in financiële instrumenten in Nederland, Stcrt. 2006, 251 en Beleidsregel Media Wtk 1992, Stcrt. 1999, 139, zoals gewijzigd.

7. B.M. van Beek, Plaatsbepaling bij financiële dienstverlening, TVE 2000, p. 122.

8. Van Beek 2000, p. 120-121.

9. Van Beek 2000, p. 122.

10. Zie voetnoot 5.

11. Grundmann-van de Krol 2007, p. 97 en 99.

12. Grundmann-van de Krol 2007, p. 100.

13. Rb. Rotterdam 24 april 2007, JOR 2007, 149 m.nt. CMGvdK (Global Futures & Forex Trading Ltd./AFM).

Standpunt van de Europese Commissie

Mededelingen RBD en Tweede Bankenrichtlijn

Het huidige artikel 2:96 Wft en de definitie van (het verlenen van een) beleggingsdienst vloeien voort uit de richtlijn beleggingsdiensten (RBD).¹⁴ Binnenkort zullen beide worden gewijzigd ter implementatie van de MiFID.¹⁵ Op grond van vaste jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie dient men implementatiewetgeving richtlijnconform uit te leggen.¹⁶ Naar mij bekend heeft dit Hof zich echter nog niet uitgesproken over het criterium dat gehanteerd dient te worden ter vaststelling van de plaats waar beleggingsdiensten worden verleend. In twee mededelingen van de Europese Commissie komt deze kwestie wel aan de orde of althans een kwestie die daarmee nauw samenhangt. De eerste keer deed zij dit in een interpretatieve mededeling in verband met plaatsbepaling van bancaire diensten die kwalificeren als diensten in de zin van de Tweede Bankenrichtlijn.¹⁷ In de definitieve versie daarvan sprak de Commissie zich ondubbelzinnig uit voor de leer van de karakteristieke prestatie.¹⁸

'Om te bepalen waar een werkzaamheid wordt uitgeoefend, zal moeten worden nagegaan op welke plaats hetgeen men de "kenmerkende prestatie" kan noemen, dat wil zeggen de prestatie die het wezen van de dienst vormt en waarvoor betaling is verschuldigd, wordt verricht.'

Ik constateer dat die plaats niet noodzakelijkerwijs samenvalt met de plaats waarmee op grond van artikel 4 lid 2 EVO vermoed wordt dat de overeenkomst het nauwst is verbonden. Dat is namelijk, kort samengevat, het land waarin zich de hoofdvestiging bevindt van de partij die de kenmerkende prestatie moet verrichten of, indien de prestatie volgens de overeenkomst door een andere vestiging dan de hoofdvestiging moet worden verricht, het land waar zich deze andere vestiging bevindt.

14. Richtlijn nr. 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PbEG 1993, L 141/27).

15. Zie voetnoot 3.

16. Vgl. HvJ EG 10 april 1984, zaak C-14/83, Jur. EG 1984, p. I-1891 (Von Colson en Kamann) en HvJ EG 13 november 1990, zaak C-106/89, Jur. EG 1990, p. I-4135 (Marleasing).

17. Zie resp. voetnoot 4 en de Tweede Bankenrichtlijn nr. 89/646/EEG van de Raad van 15 december 1989 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, alsmede tot wijziging van Richtlijn nr. 77/780/EEG (PbEG 1989, L 386/1), inmiddels vervangen door Richtlijn nr. 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking) (PbEG 2006, L 177/1).

18. Zie voetnoot 4.

In de tweede mededeling spreekt de Commissie zich niet uit voor de leer van de karakteristieke prestatie of een andere leer.¹⁹

Oproep aan CESR in verband met de MiFID

Onlangs heeft de Europese Commissie het Committee of European Securities Regulators (CESR) opgeroepen om de met de problematiek van de lokalisering van beleggingsdienstverlening samenhangende competentieafbakening in verband met artikel 32 lid 7 MiFID pragmatisch te benaderen door de toezichthouders in convenanten afspraken te laten maken over de afbakening van hun rechtsmacht bij grensoverschrijdende dienstverlening.²⁰ Ik meen dat dergelijke convenanten bruikbaar kunnen zijn voor onderwriters uit een lidstaat, mits de daarin neergelegde afspraken daadwerkelijk toegesneden zullen zijn op de dienst die zij aan uitgevende instellingen verlenen en dus niet alleen betrekking hebben op diensten aan beleggers.

Ik merk wel op dat de interpretatie van artikel 2:96 Wft niet alleen een communautaire dimensie heeft. Zo zal uitleg van dit artikel ook van belang zijn voor een underwriter die gevestigd is in een jurisdictie waar de RBD of de MiFID niet geldt. In zoverre dient artikel 2:96 Wft autonoom te worden uitgelegd.

Standpunt van marktpartijen

In december 2006 heeft CESR een consultatieronde geïnitieerd over het Europees paspoort onder de MiFID (zie voor dit onderwerp ook hiervoor). Vele respondenten gaven de voorkeur aan de leer van de karakteristieke prestatie ter voorkoming van onzekerheid over de jurisdictie van de verschillende toezichthouders.²¹ De voorkeur van CESR lijkt uit te gaan naar samenwerking tussen toezichthouders die berust op gezamenlijke afspraken.²²

Standpunt van de AFM

De AFM handhaaft onder de Wft haar standpunt dat voor de beoordeling van de vraag of een beleggingsdienst wordt aangeboden of verricht in Nederland, de initiatieve test bepalend is. Zij baseert haar standpunt met name op het algemeen belang dat gelegen is in de bescherming van de

beleggers in de staat van ontvangst. Bij transacties tussen professionele partijen is vaak echter moeilijk vast te stellen wie tot een bepaalde transactie het initiatief heeft genomen (zoals ik hierna ook constateer met betrekking tot de aanstelling van de underwriter). Daarom heeft, volgens Van Beek, de STE haar beleid met betrekking tot de initiatieve test ten aanzien van professionele partijen aangepast. Volgens de STE moest er in dat soort gevallen sprake zijn van op Nederland gerichte marketingactiviteiten voordat sprake is van dienstverlening in Nederland.²³ De beleidsregel waarop de STE destijds haar beleid baseerde, is echter ingetrokken.²⁴ Mij is niet bekend of de AFM de aangepaste initiatieve test nog steeds hanteert.

Het emissieproces: wie, wat en waar

Bfi's

Concernfinancieringsmaatschappijen met buitenlandse moedermaatschappijen kwalificeren als bijzondere financiële instellingen (bfi's) in de zin van de op de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994 gebaseerde Rapportagevoorschriften betalingsbalansrapportages 2003.²⁵ Volgens DNB stroomde in 2006 ongeveer negen maal de waarde van het Nederlands bruto binnenlands product door bfi's (inclusief royalty en houdstermaatschappijen).²⁶ Een aanzienlijk deel daarvan zal afkomstig zijn uit het buitenland.

Een bfi is doorgaans om fiscale redenen in Nederland gevestigd. Beleggers kopen de obligaties die zij uitgeeft niet met het oog op de bfi, maar met het oog op haar moedermaatschappij, die meestal een garantie afgeeft aan de beleggers tot zekerheid voor de nakoming van de schulden uit de obligaties.

Benoeming van de underwriters

Wanneer een moedermaatschappij vreemd vermogen wil aantrekken via haar bfi in Nederland, zal zij zich willen laten bijstaan door een ter zake deskundige internationale (zaken)bank die de emissie begeleidt als manager en uiteindelijk overneemt als underwriter. In wezen is het dan ook die moeder die de underwriter selecteert en als zodanig

19. Mededeling van de Commissie: de toepassing van gedragsregels overeenkomstig artikel 11 van de richtlijn Beleggingsdiensten (Richtlijn nr. 93/22/EEG), COM(2000) 722 definitief.

20. European Commission, Internal Market and Services, DG Financial Services Policy and Financial Markets, Securities markets, 'Supervision of branches under MiFID', kenmerk: MARKT/G/3/MV D(2007) 2386, 18 juni 2007 <<http://ec.europa.eu>> European Commission > Internal Market > A Single Market for Services > Securities & Investment > Investment services and regulated markets (MiFID) > Investment Services Directive/MiFID> (geraadpleegd 27 juni 2007).

21. CESR, The Passport under MiFID. Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC. Feedback Statement, mei 2007, p. 7 <<http://www.cesr-eu.org>> Consultation> (geraadpleegd 26 juni 2007).

22. CESR 2007, p. 3.

23. Van Beek 2000, p. 121.

24. STE Circulaire van 5 juli 1996 (kenmerk 96-759/AP) genaamd 'Beleid inzake interprofessionele effecteninstellingen', ingetrokken bij Beleidsregel 02-01 van de Autoriteit Financiële Markten inzake vergunningvereisten voor het aanbieden of verrichten van effectendinsten in Nederland vanuit landen die geen lidstaat zijn van de Europese Economische Ruimte (EER) ('Beleidsregel derde landen beleid') <www.afm.nl> marktpartijen > informatief > wetten en regels > beleidsregels > beleidsregels voor 01-01-07> (geraadpleegd 25 juni 2007).

25. Resp. Stb. 1994, 258 en <www.dnb.nl> Wetten en regelgeving> (geraadpleegd 29 juni 2007).

26. De Nederlandsche Bank, 'Kwartaalbericht maart 2007', p. 65 <www.dnb.nl> Nieuws en publicaties > Publicaties DNB > Kwartaalbericht> (geraadpleegd 25 juni 2007).

zal aanstellen door middel van een *mandate letter*. In de praktijk is nauwelijks vast te stellen of de underwriter daartoe het (informele) initiatief heeft genomen. Als een moeder meerdere underwriters om een offerte heeft verzocht (ook wel *request for proposal* of *RFP*), lijkt mij dat wel een indicatie dat het initiatief van haar is uitgegaan. Bij omvangrijke obligatie-emissies (opbrengst > EUR 100 miljoen) zijn de underwriters vaak gevestigd in Londen.

Overnemen en plaatsen, met of zonder plaatsingsgarantie
Onder overnemen versta ik in deze bijdrage dat een underwriter zich op grond van een overeenkomst verbindt om de aankoopprijs van obligaties te betalen aan een uitgevende instelling op de dag van uitgifte ervan. Voor de uitgevende instelling komt dit qua risicoverschuiving op hetzelfde neer als plaatsen met plaatsingsgarantie. Door in beide gevallen de verplichting op zich te nemen tot betaling van de opbrengst van de emissie neemt de underwriter immers een deel van het risico dat daaraan verbonden is over van de uitgevende instelling. Daarmee verleent hij een dienst aan die instelling, niet aan beleggers.

De underwriter neemt dat risico echter niet over voordat zijn positie in feite al (grotendeels) bij derden is geplaatst of door hen is (her)overgenomen. Of er voldoende derden zijn die zich daartoe jegens hem verbinden, blijkt door *book building*. Dat proces komt hierna nog aan de orde.

Denkbaar is ook dat een partij alleen opdracht krijgt tot het begeleiden van de emissie, zonder overneming of afgifte van een plaatsingsgarantie. In dat geval is geen sprake van underwriting of overnemen in zin van de Wft, maar zal in beginsel wel sprake zijn van werkzaamheden, gericht op het plaatsen van financiële instrumenten. Bij obligatie-emissies wordt de benaming 'manager' vaker gebruikt dan 'underwriter', ongeacht of het risico van de uitgevende instelling wordt overgenomen. In het vervolg van deze bijdrage zal ik gemakshalve uitgaan van uitgifte van obligaties en begeleiding door één underwriter (een syndicaat is namelijk ook mogelijk) die zich verbindt om de opbrengst van de emissie aan de uitgevende instelling te betalen.

Het verdere verloop

Met de aanstelling van de underwriter begint het emissieproces pas echt: due diligence, voorlopig prospectus, roadshows, transactiedocumentatie, *book building*, verklaringen van accountants en advocaten (*comfort letters* en *legal opinions*), en closing. De underwriter is de spin in het web. Bij de *due diligence* heeft hij (lees: zijn advocaat) een coördinerende en controlerende rol. Bij een bfi vindt due diligence plaats bij de moeder, niet in Nederland. Daar wordt de informatie vergaard die nodig is voor samenstelling van het voorlopig prospectus. Dat prospectus wordt verspreid onder beleggers in verschillende jurisdicties en aan hen gepresenteerd tijdens bijeenkomsten (*roadshows*) die door de underwriter worden georganiseerd. De roadshows vinden doorgaans plaats bij beleggers buiten Nederland. De

beleggers laten vervolgens inschrijven hoeveel obligaties zij binnen een vooraf op advies van de underwriter vastgestelde prijsbandbreedte tegen welke prijs zullen afnemen. Die inschrijvingen vormen het 'boek' dat door de underwriter wordt bijgehouden (*book building*). Het ligt niet voor de hand dat een underwriter met zijn hoofd- of nevenvestiging in Londen dit boek zal bijhouden in Nederland. De gestandaardiseerde transactiedocumentatie wordt door de underwriter (lees: zijn advocaat) gemaakt; vaak bevatten de contracten een rechtskeuze naar Engels recht. Wanneer de underwriter het boek heeft afgesloten, stelt hij de commerciële kernvoorwaarden van de emissie vast (*pricing*): omvang, rentevoet, emissieprijs en looptijd. Met die gegevens wordt het voorlopig prospectus aangevuld tot een definitief prospectus. De beleggers betalen aan de underwriter de prijs voor de hoeveelheid obligaties die aan hen toegekend zijn en de underwriter ondertekent de *subscription agreement* op grond waarvan hij zich onder opschortende voorwaarden verbindt om op de dag van uitgifte aan de uitgevende instelling de opbrengst van de emissie te betalen (*closing*). Meestal worden de obligaties toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt buiten Nederland en wordt het prospectus goedgekeurd door de plaatselijke beursautoriteit. Door de underwriter goedgekeurde comfort letters en legal opinions zijn voorbeelden van belangrijke opschortende voorwaarden van de subscription agreement (zie hierna voor de legal opinion over Nederlands recht).

Belang voor de praktijk

Bij obligatie-emissies verlangt de underwriter op de dag van uitgifte een legal opinion waarin onder andere staat of hij een vergunning nodig heeft van de AFM voor het aangaan van de subscription agreement en het nakomen van de daaruit voortvloeiende verplichtingen. Voor het afgeven van een dergelijke opinie is het van belang om te beoordelen of de underwriter geacht moet worden zijn dienst in Nederland te verlenen. In deze bijdrage ga ik ervan uit dat de underwriter niet tevens beleggers adviseert in de zin van de Wft. Buiten het bestek van deze bijdrage valt eveneens de situatie waarbij de vergunningplicht geldt vanwege het feit dat het hoofdkantoor van de underwriter zich bevindt in Nederland (zie art. 3 lid 2 RBD en art. 5 lid 1 MiFID).

De prestaties van de underwriter

De eerste vraag die dan beantwoord moet worden, is wát er op grond van de subscription agreement redelijkerwijs van hem mag worden verwacht. Hiervoor bleek dat de totstandkoming van de subscription agreement niet los kan worden gezien van het proces dat daaraan voorafgaat, van due diligence tot en met closing. Dit blijkt overigens ook uit de inhoud van de subscription agreement. Daarin bedingt de underwriter vaak een gecombineerde vergoeding voor zijn werkzaamheden als manager én underwriter (veelal variërend van 0,30-0,60% van de totale nominale waarde van de obligaties). Mijns inziens is daarom het enige zinvolle antwoord op de vraag wat er redelijkerwijs op

grond van de subscription agreement van hem mag worden verwacht, dat hij de emissie begeleidt en tot een goed einde brengt; van due diligence tot en met closing. Dat de subscription agreement slechts het sluitstuk hiervan regelt (namelijk dat de underwriter de emissie overneemt of de plaatsing ervan garandeert), doet hier onvoldoende aan af: wanneer men dit los ziet van het voortraject, gaat men voorbij aan de realiteit.

De tweede vraag is dan wáár de underwriter zijn dienst verleent. Ter beantwoording daarvan zal ik hierna de plaatsbepalingscriteria toepassen op het emissieproces dat ik hiervoor beschrijf.

Toepassing en beoordeling van de plaatsbepalingscriteria

De initiative test (toepassing)

Uitgevende instellingen en onderwriters zijn professionele partijen. Als de AFM nog steeds het standpunt inneemt dat in interprofessionele verhoudingen sprake moet zijn van op Nederland gerichte marketingactiviteiten voordat sprake is van dienstverlening in Nederland en dit ook geldt voor underwriting, dan zal volgens mij niet gauw worden geoordeeld dat de underwriter zijn dienst in Nederland verleent. Aannemelijk is dat de underwriter eventuele marketingactiviteiten niet zal richten op de bfi, maar op haar moeder (die in het buitenland is gevestigd). Ook lijkt mij indicatief dat het initiatief bij die moeder lag als zij de underwriter om een RFP heeft verzocht.

De initiative test (beoordeling)

Wanneer men de Beleidsregel Internet van de AFM en de interpretatieve mededeling van de Europese Commissie kritisch beschouwt, blijkt dat deze voornamelijk gericht lijken te zijn op andere diensten dan het overnemen of plaatsen van effecten. Zo zijn de criteria die de AFM zegt te hanteren, gericht op het beoordelen van de wijze waarop informatie wordt verstrekt aan beleggers in Nederland. Zoals ik hiervoor uiteenzette, vindt informatieverstrekking bij boek building voornamelijk plaats via het (voorlopig) prospectus en de roadshows. Men bevindt zich dan op het domein van de Prospectusrichtlijn.²⁷ Het is in beginsel de uitgevende instelling die met het prospectus de beleggers informeert.

Bovendien is het beleid van de AFM volgens haar gebaseerd op het beschermingsbeginsel en gericht op de belegger, niet op de opdrachtgever van de underwriter. Een soortgelijke gerichtheid (op de consument) lees ik ook in de interpretatieve mededeling van de Europese Commissie. De underwriter verleent zijn diensten echter aan de uitgevende instelling en die heeft een andere beschermings-

behoefte dan beleggers of consumenten. Illustratief daarvoor is dat een bfi die in hoofdzaak haar bedrijf maakt van het in- en doorlenen van gelden, kwalificeert als financiële instelling en (daardoor als) professionele belegger in de zin van de Wft. Bovendien kan een financiële instelling op grond van het MiFID-wetsvoorstel als een in aanmerking komende tegenpartij worden aangemerkt. Die categorie cliënt heeft in het MiFID-wetsvoorstel het laagste beschermingsniveau.²⁸

De initiative test houdt evenmin rekening met de aanknopingswaarde van de vestigingsplaats van de uitgevende instelling, terwijl die in de praktijk gering kan zijn in vergelijking tot de overige aanknopingspunten (zie hierna bij de beoordeling van de waarde van de plaats van vestiging van de uitgevende instelling).

De karakteristieke prestatie

De leer van de karakteristieke prestatie biedt alleen uitkomst als één prestatie het wezen van de dienst vormt en die prestatie zich bovendien in één jurisdictie concentreert. Ik betwijfel echter of een van de deelprestaties van de underwriter daartoe voldoende wezenlijker is dan de andere. Bovendien zal van dergelijke concentratie meestal geen sprake zijn bij grote obligatie-emissies door een bfi. Gaat men ervan uit dat het coördineren van het emissieproces door de underwriter de karakteristieke prestatie is, dan biedt dit waarschijnlijk wel uitkomst, omdat de underwriter dit proces om praktische redenen zal willen coördineren vanuit een vestiging.

De plaats van vestiging van de uitgevende instelling

Een eenvoudige uitkomst biedt de plaats van vestiging van de uitgevende instelling. Voor die vestigingsplaats pleit dat het een structureel raakvlak biedt met Nederland. Als de uitgevende instelling echter een bfi is die om fiscale redenen gebruikt wordt om voor het concern via Nederland geld aan te trekken, dan biedt Nederland als werkterrein van de underwriter weinig substantiële waarde, zeker als men daar de andere jurisdicties tegenover stelt waarmee het emissieproces raakvlakken heeft.

De vestigingsplaats van de karakteristieke prestatie

Om de dienst van de underwriter te lokaliseren geef ik de voorkeur aan het criterium van de vestigingsplaats van het hoofd- of bijkantoor dat tijdens het emissieproces het primaire aanspreekpunt is van de underwriter. Het voordeel daarvan is dat men niet op grond van spitsvondige criteria hoeft af te wegen welke van de deelprestaties van de underwriter het wezen vormt van de dienst. De vaststelling dat de underwriter de karakteristieke prestaties verleent, is immers voldoende. Bovendien sluit deze benadering aan bij artikel 4 lid 2 EVO.²⁹

27. Richtlijn nr. 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn nr. 2001/34/EG (PbEG 2003, L 345, p. 64–89).

28. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 23.
29. Vgl. Grundmann-van de Krol 2006, p. 74.

Het criterium van de karakteristieke prestant zal niet altijd een passende uitkomst bieden. Bijvoorbeeld als een emissieproces structureel en in overwegende mate raakvlakken heeft met één andere jurisdictie doordat daar de due diligence, een aantal roadshows en de book building plaatsvinden. Denkbaar is ook dat in een voorkomend geval het beschermingsbeginsel meebrengt dat de initiative test wordt toegepast, eventueel zelfs zonder de correctie voor interprofessionele verhoudingen. Maakt de uitgevende instelling in hoofdzaak haar bedrijf van het in- en doorlenen van gelden, dan meen ik echter dat het beschermingsprincipe in beginsel geen grond biedt voor toepassing van de initiative test (zie hiervoor bij de beoordeling van de initiative test). In het belang van de rechtszekerheid meen ik eveneens dat men de uitzonderingen terughoudend zou moeten toepassen.

Dit artikel uit *Vennootschap & Onderneming* is gepubliceerd door Boom Juridisch en is bestemd voor anonieme bezoekers

Samenvatting

De underwriter speelt in de praktijk van obligatie-emissies een belangrijke rol bij het emissieproces van a tot z: bij de due diligence, het opstellen van het voorlopig prospectus, de roadshows, het maken van de transactiedocumentatie, de book building, pricing, goedkeuring van de comfort letters en legal opinions, en closing. In dit artikel heb ik duidelijk willen maken dat een drietal plaatsbepalingscriteria niet goed aansluit bij de beleggingsdienst die de underwriter verleent. De initiative test niet omdat die gericht lijkt op een dienst die aan beleggers wordt verleend, terwijl de underwriter zijn dienst verleent aan de uitgevende instelling. Bovendien wordt de initiative test gebruikt met het oog op bescherming van de belegger en de consument, die beiden in beginsel een hogere beschermingsbehoefte hebben dan een uitgevende instelling. Evenmin houdt de initiative test rekening met de relatieve aanknopingswaarde van de verschillende onderdelen van het aanbiedingsproces. Dit geldt ook voor het criterium van de plaats van vestiging van de uitgevende instelling. De leer van de karakteristieke prestatie, zoals door de Europese Commissie verwoord, vind ik niet goed bruikbaar, omdat ik meen dat de underwriter niet één kenmerkende prestatie verricht die zich in één jurisdictie concentreert. Ik concludeer daarom dat men voor plaatsbepaling bij onderwriting als hoofdregel, en naar analogie van artikel 4 lid 2 EVO, behoort uit te gaan van de plaats van vestiging van het hoofd- of bijkantoor waar zich tijdens het emissieproces het primaire aanspreekpunt bevindt van de underwriter als karakteristieke prestant. Niettemin is uitzondering mogelijk als het merendeel van de deelprestaties die de underwriter tijdens het emissieproces verricht, in één andere jurisdictie plaatsvindt en dat proces daardoor in overwegende mate raakvlakken heeft met die jurisdictie of wanneer het beschermingsbeginsel uitzondering vergt. In het belang van de rechtszekerheid pleit ik evenwel voor restrictieve toepassing van de uitzonderingsregels.

*Mr. M. Mouthaan
NautaDutilh*