

Aandachtspunten bij het proces van beursgangen en vervolgemissies van aandelen

21 juli 2020

Bij het proces van een beursgang of een vervolgemissie van aandelen¹ zijn verschillende partijen betrokken, waaronder de uitgevende instelling, de bank die haar begeleidt en analisten die bij die bank werkzaam zijn ('**Connected Analisten**', deze partijen gezamenlijk de '**Betrokken Partijen**'). De Betrokken Partijen vervullen verschillende rollen, waarbij er belangenconflicten kunnen ontstaan. Ook vindt er op verschillende momenten informatiedeling plaats, richting bijvoorbeeld Connected Analisten of beleggers, waarbij het risico bestaat dat de gedeelde informatie onevenwichtig positief is over de beursgang of vervolgemissie. Bij de verwezenlijking van eerlijke en transparante financiële markten is het adequaat omgaan met (potentiële) belangenconflicten en het adequaat informeren van de markt van groot belang. Naar aanleiding van een rapport van de internationale organisatie voor effectentoezichthouders IOSCO² en op basis van signalen is door de AFM daarom nader onderzoek verricht naar de praktijk van beursgangen en vervolgemissies van aandelen in Nederland over de afgelopen jaren. De AFM heeft daarin gesproken met diverse relevante (markt)partijen, zoals begeleidende banken, juridische adviseurs, financiële adviseurs, accountants en institutionele beleggers. Ook heeft de AFM over dit onderwerp contact gehad met andere markttoezichthouders, zoals de Britse FCA en de Franse AMF. De AFM deelt graag haar bevindingen en brengt graag de regels onder de aandacht die de onafhankelijke oordeelsvorming van analisten waarborgen en onevenwichtige informatieverstrekking tegengaan.

Uit het onderzoek komen de volgende bevindingen en aandachtspunten naar voren:

- Met betrekking tot beursgangen wijkt de marktpraktijk in het Verenigd Koninkrijk en in Frankrijk af van de Nederlandse. In deze landen wordt eerder dan in Nederland gebruikelijk is in het proces van een beursgang, een los (door de toezichthouder goedgekeurd) registratiedocument gepubliceerd. Dat registratiedocument wordt gepubliceerd twee á drie weken voordat de inschrijving op de aanbieding wordt geopend of voordat de aandelen zijn toegelaten tot de handel. Ook is het moment van publicatie gelegen voor het moment dat de onderzoeksrapporten van de Connected Analisten in de markt worden verspreid. Dit bevordert transparantie en een meer centrale rol voor het registratiedocument (als onderdeel van het prospectus) bij de beleggingsbeslissing.

De AFM heeft onderzocht of ook in de Nederlandse praktijk vervroegd tot het publiceren van een registratiedocument moet worden overgegaan. De Nederlandse praktijk houdt thans in dat de onderzoeksrapporten van Connected Analisten verschijnen, voordat het goedgekeurde prospectus wordt gepubliceerd. In de Nederlandse praktijk schuilt daarom het gevaar dat beleggers zich laten leiden door onevenwichtig positief gekleurde onderzoeksrapporten van Connected Analisten.

¹ Dit in het kader van een aanbieding aan het publiek en/of de toelating van de effecten tot een gereguleerde markt, waarbij geldt dat de in dit artikel onder de aandacht gebrachte regels ook van toepassing zijn op aanbiedingen aan het publiek die niet leiden tot een beursgang. Onder aandelen worden hier tevens certificaten van aandelen en vergelijkbare instrumenten verstaan.

² [IOSCO Final Report on Conflicts of interest and associated conduct risks during the equity capital raising process \(IOSCO Rapport 2018\)](#).

De AFM stelt op basis van gesprekken met de verschillende (markt)partijen vast dat het vervroegd publiceren van het prospectus via een los registratiedocument in de Nederlandse context tegen bezwaren aanloopt. Er bestaan hiervoor verschillende argumenten, waarbij onder meer van belang is dat een dergelijk vervroegd publiceren minder flexibiliteit met zich meebrengt en kostenverhogend kan werken, bijvoorbeeld in verband met de beperkte periode van 135 dagen waarbinnen de comfort letter van de accountant inzake 'negative assurance' geldt.³ In de Nederlandse context is het namelijk de praktijk dat bij beursgangen en vervolgemissies de accountant een dergelijke comfort letter afgeeft, bijvoorbeeld in opdracht van de begeleidende bank en/of de uitgevende instelling. De 'negative assurance' vervalt als 135 of meer dagen verstreken zijn ten opzichte van de laatste financiële cijfers die in het prospectus zijn opgenomen. Die 135 dagen kunnen onvoldoende ruimte geven om eerder een los registratiedocument op te stellen. Het vervroegd publiceren van een goedgekeurd registratiedocument legt extra druk op (het tijdsaspect binnen) het proces en brengt daarom minder flexibiliteit (waaronder minder 'window of opportunity') met zich, hetgeen ook naar het oordeel van de AFM onwenselijk is. Alle argumenten overwegende vindt de AFM het in verband met (het bevorderen van) een adequate toegang tot de kapitaalmarkten (zeker ook voor de kleine en middelgrote ondernemingen) niet noodzakelijk om een hervorming van de timing van de publicatie van het goedgekeurde prospectus in te leiden. Wél brengt de AFM graag de voornaamste regels onder de aandacht die de onafhankelijke oordeelsvorming van analisten waarborgen en onevenwichtige informatieverstrekking tegengaan. Deze regels zijn hieronder beschreven.

- De AFM begrijpt de relevante rol van (pre-)marketing en andere informatiedeling binnen het proces van aanbieding en plaatsing van effecten. Dergelijke informatie wordt al in de markt verspreid, vóórdat het prospectus beschikbaar komt. De inhoud komt vooral van de uitgevende instelling en de begeleidende banken, zoals presentaties voor beleggers. Ook onderzoeksrapporten van Connected Analisten verschijnen eerder dan het prospectus. Omdat het prospectus pas in het eindstadium⁴ verschijnt, bestaat het risico dat beleggers hun beleggingsbeslissing al nemen op basis van de eerder verschenen informatie die mogelijk niet of niet geheel objectief is opgesteld, terwijl het prospectus het centrale (objectieve) document zou moeten zijn om de beleggingsbeslissing op te baseren.
De AFM wil de markt er in dit kader op attenderen dat voor alle mondelinge of schriftelijke informatie die door de Betrokken Partijen wordt verspreid en die betrekking heeft op de aanbieding en de toelating tot de handel van de uit te geven effecten, ook al wordt zij niet voor reclamedoeleinden verstrekt, geldt dat die informatie niet alleen consistent moet zijn met de informatie in het prospectus, maar ook dat er in het kader van evenwichtigheid op gebalanceerde wijze aandacht wordt besteed aan risicovolle aspecten van de investering.⁵ Naast presentaties voor beleggers en onderzoeksrapporten van de Connected Analisten geldt dit bijvoorbeeld ook voor analistenpresentaties⁶ en het 'intention to float' persbericht (de zogenaamde 'ITF').
- De AFM begrijpt van de verschillende (markt)partijen dat Connected Analisten over het algemeen betrokken zijn bij pitches die een begeleidende bank houdt ter verwerving van het

³ Dit houdt in dat de accountant verklaart dat niets tot zijn aandacht is gekomen dat hem doet oordelen dat er materiële wijzigingen zijn geweest in bepaalde financiële informatie sinds de datum van de laatste financiële cijfers of dat er aanpassingen gemaakt zouden moeten worden.

⁴ Dat wil zeggen relatief kort vóór de start van de aanbieding aan het publiek of de toelating van de effecten tot de handel op een gereguleerde markt.

⁵ De AFM verwijst naar artikel 22, vierde lid, Prospectusverordening 2017/1129 jo. artikel 16, eerste lid, Gedelegeerde Verordening 2019/979.

⁶ Hierbij gaat het om presentaties die door uitgevende instellingen worden gegeven aan (connected) analisten.

mandaat om de voorgenomen beursgang of vervolgemissie te begeleiden. Ook na de pitch-fase vinden er interacties plaats tussen aan de ene kant Connected Analisten en aan de andere kant de uitgevende instelling, andere teams binnen de begeleidende bank (zoals het dealteam) en potentiële beleggers. Dit kan ertoe leiden dat de onafhankelijke oordeelsvorming van Connected Analisten onder druk komt te staan. Punt van aandacht is dat Connected Analisten zo onafhankelijk en objectief mogelijk hun werk moeten kunnen doen. Zo mogen analisten, om hun onafhankelijke oordeelsvorming en de objectiviteit te waarborgen, niet deelnemen aan pitches ter verwerving van het mandaat om de beursgang te begeleiden, indien die deelname niet te verenigen is met de waarborging van hun objectiviteit.⁷ Ook mogen zij niet deelnemen aan zakenbankactiviteiten als bedrijfsfinanciering, het overnemen van een emissie, aan roadshows voor nieuwe emissies van financiële instrumenten, of aan andere vormen van marketing ten behoeve van uitgevende instellingen. Verder dienen er maatregelen te worden getroffen om te voorkomen dat er (ook na de pitch-fase) ongepaste invloed op de analist wordt uitgeoefend vanuit de uitgevende instelling, de bank of een externe partij (zoals institutionele beleggers), bijvoorbeeld om een ongunstige beeld te schetsen over de uitgevende instelling.⁸

- Er dient sprake te zijn van (fysieke) scheiding tussen analisten die worden geacht objectieve research te produceren en andere personen werkzaam binnen de bank wier verantwoordelijkheden en zakelijke belangen in strijd kunnen zijn met de belangen van beleggers (zoals het dealteam en corporate finance).⁹ De AFM benadrukt het belang van deze regel, nu zij specifiek met betrekking tot vervolgemissies van aandelen meerdere keren heeft geconstateerd dat een Connected Analist korte tijd vóór een voorgenomen transactie (terwijl deze in voorbereiding is) met een positief onderzoeksrapport inclusief beleggingsaanbeveling (zoals een hoger koersdoel) komt.¹⁰
- Specifiek bij vervolgemissies van aandelen zijn marktpeilingen een punt van aandacht. Bij een marktpeiling heeft een verkoper van financiële instrumenten interactie met één of meerdere potentiële beleggers, voorafgaand aan de aankondiging van een transactie, om de interesse van potentiële beleggers in een mogelijke transactie, alsmede de koers, de omvang en de structuur ervan te bepalen. Gedurende een marktpeiling is het van belang dat zowel de marktdeelnemer die de marktpeiling verricht als de ontvanger van die marktpeiling zich houden aan de regels uit de Market Abuse Regulation¹¹ en de lagere regelgeving. De [leeswijzer](#) van de AFM biedt, per marktpeilingsfase, de juridische handvatten aan verschillende marktdeelnemers die bij een dergelijk proces betrokken zijn.

⁷ Zie overweging 56 en artikel 37, eerste lid jo. artikel 34, derde lid, Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁸ Zie artikel 37, eerste lid jo. artikel 37, tweede lid, sub d en e jo. artikel 34, derde lid, sub d, Gedelegeerde Verordening 2017/565.

⁹ Zie artikel 37, tweede lid, sub c, Gedelegeerde Verordening 2017/565.

¹⁰ Zie in dit verband tevens artikel 34, derde lid, sub a, Gedelegeerde Verordening 2017/565.

¹¹ Zie Verordening 2014/596.