

## Accelerated global tenders

### Wat is een accelerated global tender?

Een recent rapport (zie het artikel 'Beursmijdend gedrag' in het Financieele Dagblad van 5 juli jl.) geeft aan dat ongeveer de helft van alle aandelenuitgiftes in Europa in de eerste helft van dit jaar onderhands – dus buiten de beurs om – is geplaatst. Voorbeelden van dergelijk recente uitgiftes zijn die van IHC Caland (acquisitie Atlantia Offshore Limited), Ahold (overname van Alliant Foodservice en Bruno's supermarkets), Vodafone (acquisitie van belangen in Japan Telecom en Airtel), Equant (verkoop belang in France Telecom), Fugro (acquisitie van Robertson Research Holdings) en Aegon (verkoop belang in Rodamco Europe). De techniek die bij veel van die uitgiftes wordt gebruikt, is die van de zogenoemde accelerated global tender of blocktrade. Goede Nederlandse vertalingen voor deze termen bestaan (nog) niet. De terminologie lijkt echter eenvoudig te verklaren. 'Global' ziet op een gecombineerde plaatsing in zowel Europa als Amerika. Dit in vergelijking tot een uitgifte die uitsluitend in Europa of slechts nationaal plaatsvindt en veelal wordt aangeduid als een 'international' respectievelijk 'domestic' offering. Het begrip 'tender' ziet op het feit dat het initiatief uitgaat van de uitgevende instelling. Potentiële investeerders worden – door tussenkomst van een zakenbank – benaderd met de vraag om – veelal via een zogenoemde boekbuilding procedure – aan te geven hoeveel aandelen zij tegen welke prijs zouden willen hebben. De uitgifte is ten slotte 'accelerated' omdat de stukken in recordtempo, soms een dag of twee, worden geplaatst (zie het persbericht van Heijmans d.d. 29 maart 2001, waarin op donderdagavond een onderhandse plaatsing van 1,85 miljoen stukken wordt aangekondigd, welke dinsdag 2 april moet zijn afgerond). De snelheid heeft een aantal voordelen voor de uitgevende instelling. Zo kan bijvoorbeeld een acquisitie onmiddellijk worden gefinancierd. Daarnaast heeft een snelle uitgifte veelal minder invloed op de koers van een aandeel dan een aangekondigde openbare uitgifte, waarbij langere tijd publiekelijk onzekerheid kan blijven bestaan over het slagen van de emissie en daarmee over de invulling van de kapitaalbehoefte van de vennootschap. Bij een accelerated global tender kunnen de stukken zowel met een korting (Equant) als met een premie worden geplaatst (Fugro).

### Wie komen ervoor in aanmerking?

In de praktijk zal een accelerated global tender niet voor alle beursvennootschappen zijn weggelegd. Teneinde de 'tender' succesvol te laten zijn zal de vennootschap goed bekend moeten zijn bij – in ieder geval – een voldoende harde kern institutionele beleggers. Er zal een bank moeten zijn die de vennootschap goed kent, voldoende plaatsingscapaciteit heeft en de uitgifte wil begeleiden. De meeste begeleidende banken blijken meer of minder uitgewerkte interne richtlijnen te hebben voor accelerated global tenders of blocktrades. Hierin zijn, onder andere, criteria neergelegd voor het type vennootschap, de vereiste – of vanuit marketingtechnisch perspectief gewenste – documentatie, het type investeerder, het track record-vereiste, de vraag naar en de verhandelbaarheid (de zogenoemde 'trading volume') en liquiditeit (de zogenoemde 'free float') van de aandelen, alsmede de gewenste (minimale) hoeveelheid te plaatsen aandelen. Tevens bevatten deze richtlijnen randvoorwaarden voor de flexibiliteit van het op de accelerated global tender van toepassing zijnde recht. De begeleidende bank zal elk van deze onderdelen afzonderlijk toetsen aan de daartoe gestelde criteria alvorens tot een 'Go/No Go'-beslissing over te gaan.

### Prospectus

Richtlijn nr. 79/279/EEG, zoals gewijzigd, is van toepassing op de toelating van effecten tot de officiële notering van een effectenbeurs. Richtlijn nr. 89/298/EEG heeft betrekking op het toezicht op en de verspreiding van het prospectus bij een openbare aanbidding van effecten. In laatstgenoemde richtlijn is de onderhandse plaatsing van effecten, althans de uitgifte aan een beperkte groep van personen, en de uitgifte aan personen in het kader van hun beroep of bedrijf, uitdrukkelijk uitgezonderd van de reikwijdte van de regeling (art. 2 lid 1). Beide richtlijnen zijn in Nederland geïmplementeerd in respectievelijk het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam N.V. (Euronext Amsterdam) en de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995). Het Fondsenreglement vereist voor de toelating van een fonds, zijnde alle effecten behorende tot één specifieke categorie, dan wel de toelating van een verder gedeelte van een reeds toegelaten fonds, in beginsel de publicatie van een prospectus. Dit geldt

niet indien 'het aantal of de geschatte beurswaarde of nominale waarde minder dan 10% bedraagt van het aantal of de overeenkomstige waarde van aandelen van dezelfde categorie die reeds tot de notering zijn toegelaten' (art. 10 lid 3 onder II a Fondsenreglement). Dit geldt evenmin in geval van een herplaatsing door een aandeelhouder van reeds geplaatste én tot de notering toegelaten aandelen. Voor de aandelen van een tot de notering toegelaten fonds die in het kader van een accelerated global tender nieuw worden uitgegeven, zal wel notering moeten worden aangevraagd, maar voor de vraag of daarbij een prospectus is vereist, geldt dezelfde 10%-grens. Zowel een herplaatsing van reeds bestaande aandelen als de uitgifte van nieuwe aandelen kan overigens ingevolge de Wte 1995 aan de publicatie van een prospectus zijn onderworpen. Voor reeds tot de notering toegelaten aandelen voorziet de Wte 1995 (art. 3 lid 2 sub a) in een vrijstelling. Deze uitgifte of herplaatsing wordt immers reeds door het Fondsenreglement bestreken. Indien de accelerated global tender echter betrekking heeft op een soort aandelen dat niet is noch spoedig tot de notering wordt toegelaten, zal een beroep moeten worden gedaan op een van de krachtens artikel 4 Wte 1995 geldende vrijstellingen, wil men de noodzaak van publicatie van een prospectus vermijden. In het kader van een accelerated global tender zal dit veelal de zogenoemde 'professionele' vrijstelling ex artikel 4 lid 1 Wte 1995 juncto 2 lid 2 van de Vrijstellingsregeling zijn. Dit betekent dat het aanbod uitsluitend mag zijn gericht aan natuurlijke personen of rechtspersonen die beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten, waaronder veelal effecteninstellingen (effectenbemiddelaars en vermogensbeheerders), institutionele beleggers (verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen), treasury- afdelingen van grote ondernemingen, kredietinstellingen en beleggingsinstellingen worden begrepen. Het voorgaande betekent dat accelerated global tenders van meer dan 10% van een reeds toegelaten fonds in de praktijk voor in Nederland genoteerde vennootschappen niet mogelijk zijn. Mogelijk was dit voor Fugro en IHC Caland de reden zich tot 9,9% te beperken. Dit sluit overigens een snelle nieuwe uitgifte niet uit. Praktijkvoorbeelden bevestigen dat het voor beursvennootschappen mogelijk is om binnen een kort tijdsbestek twee of meer uitgiften van ieder maximaal 10% te plaatsen, ook indien daarbij door de gezamenlijke uitgiftes de 10%-grens ruimschoots wordt overschreden.

### **Koersgevoelige informatie**

Artikel 28h van het Fondsenreglement verplicht een uitgevende instelling 'terstond een publicatie te doen omtrent elk feit of elke gebeurtenis betreffende de uitgevende instelling waarvan moet worden aangenomen dat hiervan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan'.

Een accelerated global tender betreft vaak een substantiële uitbreiding van het uitstaande kapitaal. Afhankelijk van de omstandigheden kunnen nieuwe of bestaande aandeelhouders hierbij hun belang in de uitgevende instelling aanmerkelijk vergroten en kunnen de belangen van andere aandeelhouders juist verwateren. Hoewel per geval zal moeten worden nagegaan of van koersgevoelige informatie sprake is, zal in veel gevallen mogen worden aangenomen dat het voornemen tot het doen van een accelerated global tender een feit is waarvan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan. Dit betekent dat de uitgevende instelling, zodra het voornemen tot het aangaan van een accelerated global tender in voldoende mate vaststaat (zie hierover de brochure van AEX 'Beursgenoteerde ondernemingen en koersgevoelige informatie'), een concept-persbericht naar de afdeling Toezicht beurshandel van Euronext Amsterdam zal moeten doen uitgaan onder vermelding van onder meer het aantal uit te geven aandelen, het percentage van het uitstaande kapitaal, het syndicaat, een eventuele green shoe-optie en wat er met de opbrengst gaat gebeuren. Op een in overleg met de commissaris voor de notering te bepalen tijdstip zal vervolgens dit persbericht worden vrijgegeven. Indien de opbrengst van de accelerated global tender verband houdt met de financiering van een overname, kan het moment van publicatie ook reeds daarvóór gelegen zijn. Dit zal het geval zijn indien de voorgenomen overname zelf reeds een feit is waarvan wordt aangenomen dat daarvan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan. Of deze verwachting bestaat, is een omstandigheid welke door de uitgevende instelling beoordeeld zal moeten worden. In dit verband kan nog worden verwezen naar artikel 28f Fondsenreglement. Dit artikel verplicht niet in een EU-lidstaat opgerichte vennootschappen waarvan de effecten in Nederland zijn genoteerd, tot onverwijld publicatie over te gaan indien aandelen worden verworven of overgedragen waarbij een van de drempelwaarden als bedoeld in de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (Wmz 1996) wordt bereikt of gepasseerd. Op een dergelijke vennootschap is de Wmz 1996 niet

van toepassing. Kennelijk vindt de wetgever wijzigingen in het kapitaal van in Nederland genoteerde vennootschappen een zo belangrijk feit dat – voorzover publicatie niet reeds uit hoofde van de Wmz 1996 is voorgeschreven – onmiddellijke publicatie via het Fondsenreglement is gewaarborgd.

#### **Voorwetenschap**

Het zogenoemde ‘transactieverbod’ zoals neergelegd in artikel 46 Wte 1995 verbiedt om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in onder andere aan Euronext Amsterdam genoteerde effecten. Onder ‘voorwetenschap’ wordt hierbij – kort gezegd – verstaan: niet-openbare informatie waarvan in redelijkheid verwacht mag worden dat openbaarmaking invloed zou kunnen hebben op de koers van de genoteerde effecten. Artikel 46a Wte 1995 bevat het zogenoemde ‘tipverbod’, inhoudende het verbod om, anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, voorwetenschap aan derden mee te delen of derden aan te bevelen transacties te verrichten of te bewerkstelligen in die effecten.

Het voornemen van een uitgevende instelling om een accelerated global tender te doen kan koersgevoelig zijn. Het voornemen van een institutionele belegger om aandelen te kopen of over te dragen kan eveneens koersgevoelig zijn. Desalniettemin hoeft niet van (het gebruik van) voorwetenschap sprake te zijn. Zo valt eigen wetenschap niet onder de verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995. De vraag hoe in het geval van een accelerated global tender de beschikbare kennis en de uitwisseling daarvan tussen de uitgevende instelling en de begeleidende bank enerzijds en de begeleidende bank en (potentiële) investeerders anderzijds moet worden beoordeeld, gelet op het transactieverbod en het tipverbod, is niet eenvoudig te beantwoorden. Er bestaat geen twijfel over het feit dat de uitgevende instelling onverwijld moet melden ex artikel 46b Wte 1995 indien de emissie in het kader van de accelerated global tender heeft plaatsgevonden. Anders is het echter ten aanzien van hetgeen zich vóór deze openbare mededeling afspeelt: bevat de – al dan niet op basis van publieke informatie – samengestelde analyse van de bank voorwetenschap? Valt de door de bank aan de investeerder meegedeelde informatie onder de uitzondering dat dit geschiedt uit hoofde van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of bedrijf? Kunnen de door de bank benaderde investeerders worden aangemerkt als ‘ingewijden’ als

bedoeld in de memorie van toelichting bij artikel 46a Wte 1995? (Zie over het begrip ‘ingewijden’ TK 25 095, nr. 3, p. 8, alsmede A.N. Krol, *Wetgeving inzake voorwetenschap*, V&O 2000, p. 26 en D.R. Doorbos, *Vraagtekens bij de nieuwe voorkenniswetgeving*, *Ondernemingsrecht* 2000, nr. 1, p. 2 e.v.) Hoe te oordelen over het verstrekken van informatie aan een (groot)aandeelhouder in het geval van een herplaatsing? Zoals terecht reeds eerder gesignaleerd (zie bijvoorbeeld G.T.M.J. Raaijmakers, *Regulation FD van de SEC en het tipverbod*, *Tijdschrift voor Effectenrecht* 2001, nr. 3, p. 55 e.v. en de daarin aangehaalde bronnen) laten de tekst van de wet, de beleidsnotities van de Stichting Toezicht Effectenverkeer en de parlementaire discussie (dan wel het ontbreken daarvan) de praktijk hier met vele onzekerheden en toepassingsvraagstukken achter.

In het geval van een accelerated global tender vinden geen ‘roadshows’, due diligence-onderzoeken en dergelijke plaats. Getracht wordt te volstaan met publiek toegankelijke informatie. Dit neemt het gevaar echter niet weg dat de investeerder – rechtstreeks van het management of via de begeleidende bank – informatie ontvangt die niet voor de markt kenbaar is en als zodanig tot ‘voorwetenschap’ moet worden bestempeld. Hierbij speelt het probleem dat zowel voor het management als derden de grens tussen wetenschap en voorwetenschap uiterst dun is. Voor het – juridisch – wetslagen van een accelerated global tender zal met deze moeilijke materie zodanig moeten worden gemanoeuvreed dat – zoals de persberichten bevestigen – de eerste openbare mededeling pas plaatsvindt op het moment dat feitelijk tot de (her)plaatsing van de aandelen wordt overgegaan. Dit moment is dus gelegen nádat de analistenrapporten zijn opgesteld, investeerders zijn gepolst en de vennootschap alle maatregelen heeft genomen om op datzelfde moment de accelerated global tender te voltooien.

#### **Lock-up**

Op 20 november 2000 heeft Euronext Amsterdam het in afgelopen jaren ontwikkelde beleid ten aanzien van de wijze waarop bepaalde normen in het Fondsenreglement (in het bijzonder de noteringsvoorwaarden en prospectuseisen) bij zogenoemde ‘initial public offerings’ (IPO’s) in één mededeling (Euronext Mededeling 2000-167) vastgelegd teneinde de toegankelijkheid en overzichtelijkheid daarvan te vergroten. Een van deze voorwaarden is de zogenoemde lock-up-regeling, inhoudende een gebod voor de oprichters,

bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling om zich contractueel ten opzichte van de uitgevende instelling te verplichten om hun belang in de uitgevende instelling gedurende een periode van 180 dagen niet op enigerlei wijze over te zullen dragen. Ratio van deze bepaling is het vertrouwen van het publiek in de uitgevende instelling te bevorderen door te verzekeren dat de genoemde personen een financieel belang houden in, en derhalve ook financieel betrokken blijven bij de uitgevende instelling. De lock-up-regeling omvat alle transacties die naar hun aard, strekking of gevolg in strijd zijn met de doelstelling van die regeling. De lock-up-regeling heeft niet alleen betrekking op de tot de notering toegelaten effecten, maar ook op andere belangen in de uitgevende instelling, zoals van aandelen afgeleide instrumenten. De lock-up-regeling is echter uitdrukkelijk niet van toepassing op houders van een aanmerkelijk belang (5%) of meer, voorzover zij géén oprichter, bestuurder of commissaris zijn. Een institutionele belegger mag zijn in het kader van een accelerated global tender verworven aandelen dan ook direct weer van de hand doen, mits het pakket minimaal 5% bedraagt, en uiteraard niet vrijwillig met de uitgevende instelling een lock-up is overeengekomen.

#### **Uitgifte van aandelen**

Een snelle uitgifte van aandelen – een noodzakelijkheid in geval van een accelerated global tender – vereist dat de bevoegdheid daartoe door de algemene vergadering van aandeelhouders aan een ander vennootschapsorgaan – meestal het bestuur – is gedelegeerd. De wettelijk voorgeschreven maximale termijn voor de ‘aanwijzing’ van vijf jaar mag uiteraard niet zijn verstreken of ingetrokken (art. 2:96 lid 1 BW). Eventuele beperkingen die de algemene vergadering aan de overdracht van de bevoegdheid heeft gesteld ten aanzien van het aantal aandelen en de uitgifteprijs, dienen in acht te worden genomen. Tevens is voor een accelerated global tender vereist dat het voorkeursrecht is uitgesloten. Om dat effectief en snel te kunnen doen zal de bevoegdheid daartoe veelal eveneens aan het ingevolge artikel 2:96 lid 1 BW aangewezen vennootschapsorgaan zijn overgedragen. Uiteraard geldt ook hier dat de maximale termijn van vijf jaar niet mag zijn verstreken en dat de aanwijzing niet mag zijn ingetrokken. De eventueel geplande uitgifte zal voorts moeten passen binnen de ruimte die het maatschappelijk kapitaal biedt, bij gebreke waarvan eerst de statuten van de uitgevende instelling zullen moeten worden gewijzigd. Dat vereist een aan-

deelhoudersbesluit en kost tijd. De uitgifte zelf zal leiden tot een vergroting van het geplaatste kapitaal, hetgeen bij het Handelsregister geregistreerd moet worden. Ten slotte zal de beurs uiterlijk de tweede dag na plaatsing over de uitbreiding van het geplaatste kapitaal door een onderhandse plaatsing moeten worden geïnformeerd.

Het systeem van het Fondsenreglement is dat alle geplaatste stukken van eenzelfde fonds in de notering opgenomen moeten worden. Dit betekent dat voor de in het kader van een accelerated global tender nieuw uitgegeven aandelen een aanvraag tot toelating tot de notering zal moeten worden ingediend. In het geval van een toelating van een verder gedeelte van een reeds in de notering opgenomen fonds – in geval van een accelerated global tender zal dit meestal zo zijn, behoudens de mogelijkheid dat de uitgifte betrekking had op een andere categorie aandelen van een uitgevende instelling waarvan reeds één fonds in de notering is opgenomen – kan de beurs bepalen dat dit verdere gedeelte kan worden toegelaten zonder dat een aanvraag wordt ingediend. In dat geval moet de uitgevende instelling eenmaal per kwartaal opgave doen van de geplaatste stukken die nog niet zijn toegelaten. Indien een aanvraag tot de notering is vereist, zal deze door de begeleidende bank – mits zijnde een toegelaten instelling in de zin van het Fondsenreglement – en de uitgevende instelling worden ondertekend en ingediend. Van de aanvraag zal vervolgens mededeling worden gedaan in de Prijscourant.

#### **Prijs**

Naar Nederlands recht geldt geen minimale of maximale uitgifteprijs, met dien verstande dat aandelen niet onder de nominale waarde uitgegeven mogen worden. Aandelen mogen dus met een ‘discount’ of ‘upcount’ worden uitgegeven. Of de aandelen met een korting of premie worden uitgegeven, hangt af van commerciële factoren. Indien investeerders in de rij staan om de aandelen te kopen, zal dat gunstig zijn voor de onderhandelingspositie van de uitgevende instelling. Een geringe belangstelling kan daarentegen een drukkend effect op de prijs hebben. Het enkele feit dat in het kader van een accelerated global tender geen prospectus of informatiememorandum beschikbaar wordt gesteld aan investeerders, betekent een (extra) risico. Het is niet uitgesloten dat investeerders dit element in de praktijk vertaald willen zien met een verlaging van de prijs. Tegen welke prijs een eventuele discount of upcount kan worden toegepast, is uiteindelijk

voorwerp van onderhandelingen. Dit kan de beurskoers op de dag van uitgifte zijn, maar ook de beurskoers over – bijvoorbeeld – een gemiddelde van dertig dagen voorafgaand aan de uitgifte.

#### **Overige publicatie-/informatievereisten**

Behoudens een eventuele meldingsplicht ingevolge de Wte 1995 en de Wmz 1996 en de publicatie van een persbericht ingevolge het Fondsenreglement lijkt een accelerated global tender dus in principe zonder enig schriftelijk document plaats te kunnen vinden. Aangezien het om beursgenoteerde aandelen gaat, kan de levering giraal plaatsvinden via de clearing en settlement-afdeling van de bank en de beurs. Indien er in het geval van een accelerated global tender toch enige vorm van documentatie is, zal dat zijn ingegeven vanuit marketingtechnisch of aansprakelijkheidsbeperkend perspectief.

De transactie kan echter niet geheel zonder nadere informatieverschaffing aan de markt plaatsvinden. Bijlage XVII van het Fondsenreglement bevat enkele informatieverplichtingen met betrekking tot onderhandse aandelenemissies. Als uitgangspunt geldt hierbij dat de markt geïnformeerd moet zijn over de essentiële modaliteiten van de voorgenomen transactie. De syndicaatsleider dient de commissaris voor de notering in elk geval vooraf te informeren. Op grond van de omstandigheden kan deze beslissen dat en op welk tijdstip er een publieke mededeling zal moeten worden gedaan. Onmiddellijk na de vaststelling van de prijs waarop de transactie zal plaatsvinden, moet deze met vermelding van de prijs bekend worden gemaakt. Ingeval de benadering en de gehele plaatsingsoperatie worden uitgevoerd tussen het einde van de beursuren van het desbetreffende fonds en de opening van de beurs op de eersvolgende beursdag in Amsterdam, kan – ter beoordeling door de commissaris voor de notering – van de hiervoor genoemde meldingsplicht worden afgezien. In dat geval zal de informatie omtrent de verrichte transactie tijdig voor de opening van de beurs op de laatstbedoelde dag dienen te worden bekendgemaakt.

#### **Slot**

In de praktijk kan een accelerated global tender uitkomst bieden, bijvoorbeeld indien op korte termijn eigen vermogen aangetrokken moet worden. Indien aan de, veelal door de begeleidende bank gestelde, randvoorwaarden wordt voldaan, kan deze doelstelling binnen een etmaal zijn gerealiseerd. Behoudens

veel tijd kunnen hiermee ook veel kosten – waaronder die van externe juridische adviseurs – worden vermeden. Bij de planning van een accelerated global tender spelen uiteindelijk de timing en de beschikbare informatie een cruciale rol. Zo zal de emissie niet mogen plaatsvinden in een zogenoemde gesloten periode, als bedoeld in de interne code ter voorkoming van het gebruik van voorwetenschap, en moet tegelijkertijd zijn gewaarborgd dat alle enigszins koersgevoelige informatie openbaar is gemaakt. Extra publicaties of mededelingen zijn hierbij uiteraard ongewenst. Indien ter voorkoming van het gebruik van voorwetenschap of overtreding van het bepaalde in artikel 28f Fondsenreglement de markt over bepaalde feiten desondanks geïnformeerd moet worden, verdient het aanbeveling deze informatie in andere publicaties en mededelingen te verwerken. Het is om deze reden ook niet toevallig dat accelerated global tenders veelal kort na eerdere persberichten of de publicatie van de kwartaal-, halfjaar- of jaarcijfers van de uitgevende instelling worden gepland.

Internationale banken zullen bij hun rechtsvergelijkende analyse voor een potentiële accelerated global tender in Nederland worden geconfronteerd met de in het Fondsenreglement neergelegde 10%-grens. Het zou interessant zijn om te onderzoeken hoe de aan Euronext Amsterdam genoteerde vennootschappen zich daarmee, ondanks harmonisering van grote onderdelen van het ondernemingsrecht op Europees niveau, verhouden tot aan andere beurzen genoteerde vennootschappen. Met de wetenschap dat – bijvoorbeeld – op Nasdaq de grens op 20% ligt, roept de vraag zich op of de door Euronext Amsterdam gehanteerde 10%-grens heroverweging verdient in het licht van haar concurrentiepositie waar het de accelerated global tender betreft.

*Mr. K.E. Reuder  
Loyens & Loeff*