

Wijziging SEC-regels en *un-sponsored* ADRs

Mr. E. M. Das *

Inleiding

Met ingang van 10 oktober 2008 heeft de *U.S. Securities and Exchange Commission* (hierna: SEC) *Rule 12g3-2(b)* onder de *U.S. Securities Exchange Act of 1934* (hierna: Exchange Act) gewijzigd. De wijzigingen kunnen gevolgen hebben voor niet in de VS genoteerde uitgevende instellingen. Een belangrijk deel van deze gevolgen houdt verband met *American Depositary Receipts* of ADR's (hierna: ADR's). Deze bijdrage gaat over die gevolgen voor in Nederland genoteerde uitgevende instellingen en wat tegen nadelige gevolgen kan worden ondernomen. Voor dat ik daarop inga, zal ik stilstaan bij het begrip ADR's, *Rule 12g3-2(b)* en de relevante wijzigingen.¹

ADR-faciliteiten

Wat zijn ADR's en waarom worden ze gebruikt?

Een ADR, een soort certificaat van een aandeel, is een verhandelbaar instrument dat een economisch belang vertegenwoordigt in een bepaald aantal aandelen dat is gedeponneerd bij een bewaarnemer van een Amerikaanse bank, de *depository bank* of *depository*.

Door middel van ADR's kunnen Amerikaanse investeerders beleggen in niet in de VS genoteerde uitgevende instellingen, zonder dat ze daarvoor naar een buitenlandse beurs moeten. ADR's worden verhandeld en gesetteld als een Amerikaans effect en kunnen ofwel in de VS genoteerd zijn ofwel in de VS *over the counter* (buiten de beurs om) worden verhandeld. De koers luidt in dollars en dividendbetalingen worden naar dollars geconverteerd. Communicatie met de ADR-houders verloopt meestal via de *depository* en geschiedt in het Engels. Kortom, een aantal aantrekkelijke eigenschappen voor Amerikaanse investeerders.

Ook voor niet in de VS genoteerde uitgevende instellingen kan het voordelig zijn om een ADR-faciliteit te hebben. Mogelijke redenen om de Amerikaanse markt op te zoeken zijn het aantrekken van kapitaal in de VS, het verbreden van de aandeelhouderbasis en het vergroten van de naamsbekendheid in de VS. Als de ADR-faciliteit niet genoteerd is, hoeft de uitgevende instelling van de onderliggende aandelen niet te voldoen aan een

aantal Amerikaanse rapportageverplichtingen (inclusief die op grond van de *Sarbanes-Oxley Act of 2002*). Dit wordt gezien als een belangrijk voordeel ten opzichte van een *dual listing* van de aandelen zelf.

Sponsored versus unsponsored

ADR-faciliteiten kunnen *sponsored* of *unsponsored* zijn. Bij een *sponsored* ADR-faciliteit gaan de *depository* en de uitgevende instelling een *deposit agreement* aan, waarin de voorwaarden van de ADR's en de verplichtingen van de *depository* en de uitgevende instelling worden geregeld. *Sponsored* ADR's kunnen al dan niet genoteerd zijn.

Bij *unsponsored* ADR's ontbreekt een *deposit agreement*. De faciliteit gaat alleen uit van de *depository* en de uitgevende instelling speelt hierbij in principe geen rol. Het is mogelijk dat voor dezelfde klasse aandelen meerdere *unsponsored* ADR-faciliteiten naast elkaar bestaan, met verschillende *depositories*. *Unsponsored* ADR's kunnen niet genoteerd zijn.

SEC-regels

Het is niet zonder meer toegestaan om in de VS een ADR-faciliteit op de markt te brengen. Daaraan staat de Exchange Act in beginsel in de weg.²

De Exchange Act voorziet in een registratieverplichting voor uitgevende instellingen. Het toepassingsbereik van de hoofdregel is bijzonder ruim, beperkt zich niet tot de VS en geldt ook los van ADR's: op grond van *Section 12(g)* van de Exchange Act en *Rule 12g-1* daaronder moet iedere uitgevende instelling die aan het eind van haar meest recente boekjaar (a) meer dan vijfhonderd houders van een bepaalde klasse *equity*-effecten had, en (b) activa had ter waarde van meer dan 10 miljoen dollar, die klasse effecten registreren onder de Exchange Act, tenzij een vrijstelling van toepassing is. Registreren bij de SEC houdt in het indienen van een *registration statement*, inclusief prospectus. *Rule 12g3-2(b)* voorziet in een vrijstelling van de registratieplicht.

Rule 12g3-2(b)

De vrijstellingen van *Rule 12g3-2* zien op zogeheten *foreign private issuers* (dat wil zeggen uitgevende instellingen die volgens de criteria van de Exchange Act als niet-Amerikaans worden

* Mr. E.M. Das is advocaat bij Stibbe.

1. Ik beoefen geen Amerikaans recht. Bij het schrijven van deze bijdrage heb ik mij gebaseerd op de tekst van de relevante Amerikaanse regelgeving, toelichtingen daarop en *client alerts* van advocatenkantoren.

2. De tekst van de Exchange Act en de regels daaronder zijn te downloaden via <www.law.uc.edu/CCL/xyz/sldtoc.html>.

beschouwd). Volgens *Rule 12g3-2(a)* geldt de registratieplicht niet als een *foreign private issuer* aan het eind van het voorgaande boekjaar minder dan driehonderd Amerikaanse houders van de relevante effecten had. Wanneer de drempel van driehonderd wordt overschreden, kan de uitgevende instelling zich onder omstandigheden op een andere vrijstelling beroepen, namelijk die van *Rule 12g3-2(b)*.

Vóór de wijzigingen van afgelopen najaar moest een *foreign private issuer* bepaalde gegevens en documenten in hardcopy aan de SEC overleggen om in aanmerking te komen voor de vrijstelling van *Rule 12g3-2(b)*. Het betrof, kort gezegd, Engelstalige versies van bepaalde informatie die in het thuisland openbaar was of moest worden gemaakt, een lijst van openbaarmakingsverplichtingen en gegevens over aantallen aandeelhouders en door hen gehouden effecten. Vervolgens gold een doorlopende verplichting om Engelstalige versies van dergelijke informatie in hardcopy aan de SEC over te leggen. Door een wijziging van de regels in maart 2007 werd het voor een vrijgestelde uitgevende instelling mogelijk (maar niet verplicht) om de vereiste informatie voortaan elektronisch te publiceren in plaats van papieren versies aan de SEC over te leggen. De vrijstelling bleef van toepassing zolang de uitgevende instelling aan de doorlopende verplichtingen bleef voldoen en niet op een andere grond SEC-registratie- of -rapportageplichtig werd.

Enkele relevante wijzigingen

In februari 2008 heeft de SEC een wijzigingsvoorstel met betrekking tot *Rule 12g3-2(b)* gepubliceerd.³ Na een consultatieronde onder marktpartijen zijn de wijzigingen per 10 oktober 2008 grotendeels als voorgesteld doorgevoerd.

De gewijzigde *Rule 12g3-2(b)* vereist niet langer dat een uitgevende instelling actief een beroep doet op de vrijstelling of documenten aan de SEC overlegt. Wanneer aan de vereisten is voldaan, geldt de vrijstelling automatisch.

De vereisten onder de gewijzigde vrijstelling zijn, verkort weergegeven en geparafraseerd:

1. De uitgevende instelling is niet reeds rapportageplichtig op grond van bepaalde andere delen van de Exchange Act.
2. De uitgevende instelling heeft een notering van de desbetreffende klasse effecten in een jurisdictie die als een *primary trading market* kwalificeert.
3. En de uitgevende instelling heeft in het Engels op haar website de informatie gepubliceerd die op grond van wettelijke en/of beursregels in het thuisland en/of de *primary trading market* openbaar is of moest worden gemaakt, dan wel die is of moest worden verspreid onder effectenhouders, een en ander voor zover van materieel belang voor een investeringsbeslissing, en in ieder geval de jaarrekeningen het jaarverslag, tussentijdse financiële rapportages, persberichten en andere documenten die zijn verspreid onder houders van effecten

waar de vrijstelling op ziet. De wijziging heeft inhoudelijk geen verandering gebracht in het soort informatie dat wordt vereist; nieuw is slechts het vereiste van elektronische openbaarmaking.

Voor een volledige weergave van de vereisten wordt verwezen naar de tekst van de gewijzigde *Rule 12g3-2* en de toelichting daarop.⁴

Een Nederlandse uitgevende instelling zal doorgaans gemakkelijk aan de vereisten kunnen voldoen, mits er geen sprake is van een *dual listing*, want dan is de uitgevende instelling reeds rapportageplichtig. Als de aandelen alleen aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd, is Nederland de *primary trading market*. Aan het Engelstalige informatievereiste zal een belangrijk aantal Nederlandse uitgevende instellingen sowieso al voldoen.

De vrijstelling blijft van kracht zolang de uitgevende instelling geen andere rapportageverplichtingen krijgt op grond van de Exchange Act, een notering behoudt in een *primary trading market* en blijft voldoen aan de doorlopende elektronische publicatieverplichting. Wanneer de uitgevende instelling niet meer aan de voorwaarden voldoet, vervalt de vrijstelling.

Achtergrond van de wijzigingen

De wijzigingen zijn ingegeven door technologische vooruitgang en toenemende globalisering van de kapitaalmarkten. De herziene regels beogen Amerikaanse beleggers beter toegang te geven tot handel in effecten van niet in de VS genoteerde uitgevende instellingen en beogen hen in staat te stellen beter geïnformeerde investeringsbeslissingen te nemen. Tegelijkertijd moet voor *foreign private issuers* de toegang tot de Amerikaanse *over the counter*-markt gemakkelijker zijn geworden door het schrappen van de 'papierverplichting'.

De wijzigingen en ADR's

De vrijstelling van *Rule 12g3-2(b)* maakt – onder meer – niet-genoteerde ADR-faciliteiten mogelijk zonder dat een SEC-registratieplicht ontstaat op grond van *Section 12(g)* van de Exchange Act. Voor zowel *sponsored* als *unsponsored* ADR's gold voorheen dat een ADR-faciliteit niet mogelijk was zonder dat de uitgevende instelling de vrijstelling van *Rule 12g3-2(b)* had aangevraagd. Zonder aanvraag werd de vrijstelling immers niet verkregen.

Dit is anders geworden sinds de wijzigingen. Als gevolg van de automatische toepasselijkheid van de vrijstelling wanneer de uitgevende instelling aan de vereisten voldoet, kan een *depository* een *unsponsored* ADR-faciliteit initiëren zonder dat de uitgevende instelling daarmee instemt en zelfs zonder dat de uitgevende instelling dat weet. Of de uitgevende instelling wel een beroep wilde doen op de vrijstelling, is niet langer relevant.

3. 'Exemption from Registration Under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers', Release No. 34-57350 (February 19, 2008) [17CFR 239, 240 and 249].

4. 'Exemption from Registration Under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers', Release No. 34-58465 (September 5, 2008) [17CFR 239, 240 and 249].

Ik teken hierbij aan dat het voorheen ook kon voorkomen dat een *depository* een *unsponsored* ADR-faciliteit initieerde zonder dat de uitgevende instelling daarmee instemde, maar dan alleen als de uitgevende instelling de vrijstelling van *Rule 12g3-2(b)* had aangevraagd – om een andere reden dan ADR-handel, bijvoorbeeld om handel tussen gekwalificeerde beleggers (*QIBs*) op grond van *Rule 144A* mogelijk te maken – en de *depository* daar als het ware op ‘meelifte’.

Door de automatische toepassing van de vrijstelling zijn de mogelijkheden voor *depositories* om *unsponsored* ADR-faciliteiten op te zetten dus aanzienlijk vergroot. *Depositories* zijn ook geholpen met een versoepeling met betrekking tot het registratieformulier voor ADR's bij de SEC, het zogeheten *Form F-6*. Omdat een *depository* door de automatische toepassing niet meer op basis van een lijst van de SEC kan vaststellen welke uitgevende instellingen aan de vrijstelling voldoen, mag hij wat betreft zijn statement in de *F-6*, dat de uitgevende instelling voldoet aan de informatieverplichtingen, voortaan afgaan op zijn ‘redelijke goede trouw na redelijk onderzoek te hebben gedaan’.

Gevolgen voor in Nederland genoteerde uitgevende instellingen

In de eerste plaats hebben de wijzigingen de beoogde positieve gevolgen gehad: inderdaad is het voor *foreign private issuers* goedkoper en gemakkelijker geworden om toegang te krijgen tot de Amerikaanse *over the counter*-markt.

Maar er zijn nog meer gevolgen. Uit het voorgaande volgt dat in Nederland genoteerde uitgevende instellingen in toegenomen mate geconfronteerd kunnen worden met ongewilde *unsponsored* ADR-faciliteiten. In een aantal gevallen is dat al gebeurd.

Wat zijn nu de risico's van het bestaan van *unsponsored* ADR's? Hierna noem ik een aantal aspecten die door advocatenkantoren⁵ en in de media zijn gesignaleerd.

Gebrek aan controle en *investor relations*

Een veel genoemd nadeel is dat de uitgevende instelling de controle kwijtraakt. Bij een *sponsored* ADR-faciliteit kan de uitgevende instelling invloed uitoefenen op de voorwaarden, maar bij een *unsponsored* ADR-faciliteit is dit – nu een *deposit agreement* of andere regeling waarbij de uitgevende instelling partij is, ontbreekt – niet het geval.

Zo kan de uitgevende instelling niet beïnvloeden hoeveel ADR's er maximaal in de handel worden gebracht, wat de aandeel/ADR-ratio is, of welke rechten aan de ADR-houders worden toegekend, terwijl dit factoren zijn die indirect van invloed kun-

nen zijn op de koers van het onderliggende aandeel. De uitgevende instelling heeft in beginsel niet in de hand hoe de ADR-houders zullen worden behandeld, wat ongunstig kan zijn voor *investor relations*. Bij een *unsponsored* ADR-faciliteit is de *depository* niet verplicht (noch is het gebruikelijk) om de ADR-houders in staat te stellen stemrecht uit te oefenen, om hen op de hoogte te stellen van aandeelhoudersvergaderingen of ontvangen *shareholder communications*, of om in een mechanisme te voorzien voor bijvoorbeeld stockdividend of *right offerings*. Bij een *sponsored* ADR-faciliteit zijn dergelijke governance issues doorgaans wel geregeld.

Bij een *sponsored* ADR-faciliteit zal de *depository* doorgaans de uitgevende instelling op de hoogte houden van de hoeveelheid uitstaande ADR's en wie de ADR-houders zijn, wat nuttig kan zijn voor *investor relations*. Bij een *unsponsored* ADR is deze informatie in beginsel niet bekend. Wat Nederlandse uitgevende instellingen betreft geldt wel dat een ADR-houder een substantieel belang (5% of meer) bij de AFM moet melden op grond van hoofdstuk 5.3 van de Wet op het financieel toezicht.⁶ Verder zal de beoogde toekomstige Nederlandse wetgeving die het voor uitgevende instellingen mogelijk moet maken om aandeelhouders te identificeren, zich uitstrekken tot buitenlandse tussenpersonen (waaronder, naar ik aanneem, *depositories*).⁷

Zoals gezegd is het mogelijk dat er meerdere *unsponsored* ADR-faciliteiten (met concurrerende *depositories*) naast elkaar bestaan voor dezelfde uitgevende instelling en dezelfde klasse aandelen. Dit kan verwarring veroorzaken onder investeerders, aangezien niet alle *depositories* dezelfde voorwaarden hanteren. Zo kunnen dividendbetalingen in dollars in hoogte verschillen al naar gelang de gehanteerde wisselkoers. Ook de door *depositories* in rekening gebrachte fees kunnen verschillen. De uitgevende instelling kan niet waarborgen dat alle ADR-houders gelijk zullen worden behandeld. Weliswaar betreft het hier geen verplichting van de uitgevende instelling, maar van eventuele verwarring onder beleggers die verwachten gelijk te zullen worden behandeld met betrekking tot hetzelfde onderliggende aandeel, kan wel een negatief signaal uitgaan dat de uitgevende instelling raakt.

Het is ook mogelijk dat de vraag naar de *unsponsored* ADR's tegenvalt vanwege een reden die niet direct te maken heeft met de uitgevende instelling zelf. Hoewel de ADR-faciliteit niet van de uitgevende instelling uitgaat, staat deze in de perceptie van de markt wel ‘op haar naam’ en kan ook dit negatief afstralen op de uitgevende instelling en het aandeel, als zou het geen goede investering zijn.

5. Zie bijvoorbeeld *client alerts* van Davis Polk & Wardwell, Hughes Hubbard & Reed en Latham & Watkins, en het artikel van V. de Verneuil, K. Nishiyama, A. Seem, M. Ikeda & J. Ozawa (allen Shearman & Sterling), *US foreign exemptions; ADRs for sale!; What to do if you are the subject of an unsponsored ADR programme*, *International Financial Law Review*, 1 december 2008.

6. Brief van de minister van Financiën betreffende Vragen van de leden Omzigt, Blanksma-van den Heuvel en De Nerée tot Babberich over American Depository Receipts, nr. 2080909160, d.d. 29 januari 2009, p. 3.

7. Brief van de minister van Financiën betreffende Vragen van de leden Omzigt, Blanksma-van den Heuvel en De Nerée tot Babberich over American Depository Receipts, nr. 2080909160, d.d. 29 januari 2009, p. 3.

Nieuwe sponsored ADR-faciliteit

Het bestaan van één of meer *unsponsored* ADR-faciliteiten kan een uitgevende instelling ook in de weg zitten als de uitgevende instelling een *sponsored* ADR-faciliteit zou willen opzetten. De SEC staat niet toe dat voor dezelfde klasse onderliggende effecten zowel *sponsored* ADR's als *unsponsored* ADR's bestaan. Om een *sponsored* ADR-faciliteit te kunnen opzetten, zal de uitgevende instelling dus van de *depositar(y)(ies)* gedaan moeten krijgen dat de *unsponsored* ADR's worden ondergebracht in de nieuwe *sponsored* ADR-faciliteit en dat de *unsponsored* ADR-faciliteit(en) word(t)(en) beëindigd. Dit kan van invloed zijn op de feitelijke keuzevrijheid wat betreft de *depository* voor de *sponsored* ADR-faciliteit, en indien de nieuwe *depository* dezelfde is als (een van) de oude *depositar(y)(ies)*, op de onderhandelingspositie van de uitgevende instelling bij het aangaan van de *deposit agreement*. Voorts kunnen afkoopbetalingen aan een *depository* die een *unsponsored* ADR-faciliteit beëindigt, nodig zijn wegens kosten en verliezen in verband met de beëindiging.

Ontstaan registratieplicht

Een *depository* kan, afgaand op zijn redelijke goede trouw na redelijk onderzoek te hebben gedaan naar het voldoen aan de vereisten, een *unsponsored* ADR-faciliteit initiëren. Door het bestaan van deze ADR's zou het aantal Amerikaanse beleggers de grens van driehonderd kunnen overstijgen (wat soms moeilijk zal zijn vast te stellen, nu deze gegevens bij een *unsponsored* ADR-faciliteit in beginsel niet aan de uitgevende instelling worden gerapporteerd), waardoor de uitzondering van *Rule 12g3-2(a)* niet – langer – van toepassing is. De uitgevende instelling zal nu op *Rule 12g3-2(b)* zijn aangewezen om een registratieplicht onder *Section 12(g)* van de Exchange Act te voorkomen. Maar wat als de *depository* ernaast zat en de uitgevende instelling niet aan de criteria voldeed? Of als de uitgevende instelling om welke reden dan ook ophoudt te voldoen aan de criteria? In beide gevallen roept dit een registratieplicht bij de SEC in het leven, met alle gevolgen van dien. Er is geen *cure period* wanneer niet meer aan de voorwaarden wordt voldaan, maar volgens de toelichting van de SEC op de wijzigingen moet een uitgevende instelling die niet langer aan de vereisten van *Rule 12g3-2(b)* voldoet, er ofwel 'in a reasonably prompt manner' voor zorgen dat dit wordt hersteld, ofwel registreren onder de Exchange Act.⁸ Dit geeft aan dat er wel enige ruimte is voor herstel. Overigens is niet bekend hoe streng de SEC zal zijn met het handhaven van de regels, noch of de SEC naleving actief gaat controleren. Bij dit alles past de kanttekening dat een belangrijk aantal in Nederland genoteerde uitgevende instellingen sowieso wel aan het Engelstalige informatievereiste voldoet. In ieder geval kan worden geconstateerd dat *depositories* die een *unsponsored* ADR beginnen, de uitgevende instelling indirect de plicht opleggen om te (blijven) voldoen aan de relevante vereisten.

Claims

Hoewel de verantwoordelijkheid voor een *unsponsored* ADR-faciliteit in beginsel bij de *depository* ligt, rijst de vraag of een dergelijke faciliteit de uitgevende instelling blootstelt aan een extra risico van beleggersclaims. Gedacht kan worden aan Amerikaanse antifraudewetgeving, wat het bestek van deze bijdrage te buiten gaat. In elk geval lijkt de groep belanghebbenden te zijn uitgebreid wanneer de uitgevende instelling (op grond van Nederlandse regelgeving of anderszins) aansprakelijk is jegens beleggers.

Wat te doen?

Wat kan een uitgevende instelling doen om te voorkomen dat met betrekking tot haar aandelen *unsponsored* ADR's in het leven worden geroepen, althans om eventuele nadelige gevolgen daarvan te beperken?

Advocatenkantoren en media hebben onder meer het volgende gesuggereerd:

- zelf een *sponsored* ADR-faciliteit opzetten: van de SEC mag daarnaast immers geen *unsponsored* ADR-faciliteit bestaan;
- niet aan de toepassingscriteria van *Rule 12g3-2(b)* voldoen en dit op de website aangeven (wat nadelen zou kunnen hebben vanuit een *investor relations*-oogpunt);
- in overleg met de *depository* de *unsponsored* ADR-faciliteit laten beëindigen, al dan niet omdat de uitgevende instelling niet aan de toepassingscriteria van *Rule 12g3-2(b)* voldoet (wat op zichzelf het opzetten van nieuwe *unsponsored* ADR-faciliteiten niet voorkomt);
- als een uitgevende instelling die meent niet aan de toepassingscriteria van *Rule 12g3-2(b)* te voldoen, verneemt dat een *depository* voornemens is een *unsponsored* ADR-faciliteit te initiëren: de SEC vragen om dat niet toe te staan (let bij het benaderen van de SEC over beëindiging van een reeds bestaande faciliteit omdat niet aan de toepassingscriteria wordt voldaan, wel op de registratieverplichting);
- als de uitgevende instelling niet aan de toepassingscriteria van *Rule 12g3-2(b)* voldoet en er desondanks een *unsponsored* ADR-faciliteit wordt geïnitieerd: ervoor zorgen dat dit voortaan wel het geval is om aan de registratieverplichting te ontkomen;
- een blokkade inbouwen op de website waardoor alleen bezoekers die aangeven geen inwoner van de VS te zijn, toegang hebben (omdat dan – zou ik menen – niet aan het informatievereiste van *Rule 12g3-2(b)* wordt voldaan, of om de uitgevende instelling onaantrekkelijker te maken voor een ADR-faciliteit);
- *US disclaimers* opnemen op de website en/of in persberichten; en
- zich beklagen bij de SEC met als doel dat de regeling zal worden aangepast (zie ook hierna).

Tot slot

De toename van *unsponsored* ADR's als gevolg van de gewijzigde SEC-regels heeft aardig wat stof doen opwaaien. Het is niet zeker of de SEC dit had voorzien of bedoeld. In de consultatieronde

8. 'Exemption from Registration Under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers', Release No. 34-58465 (September 5, 2008) [17CFR 239, 240 and 249], p. 37.

had de SEC marktpartijen om input gevraagd op de vraag of aan toelating van ADR's de voorwaarde zou moeten worden gesteld dat de uitgevende instelling toestemming geeft aan de *depository*, of ten minste dat de uitgevende instelling geen bezwaar maakt na door de *depository* van het voornemen op de hoogte te zijn gesteld. Slechts een paar respondenten zijn op deze vraag ingegaan, en hun antwoorden stemden niet overeen. Mede daarom heeft de SEC besloten om 'op dit moment' geen additionele voorwaarden te stellen aan de toelating van *unsponsored* ADR's.⁹ Het is gezien de ontwikkelingen niet uitgesloten dat de SEC dit op een later moment wel zal doen. De SEC liet mij weten dat de situatie wordt gemonitord, maar dat het beleid is om minimaal een jaar te wachten voordat in nieuwe of net gewijzigde regels (opnieuw) wijzigingen worden aangebracht. Wat de uitkomst ook zal zijn, intussen doen Nederlandse uitgevende instellingen er verstandig aan zich te beraden op de eventuele gevolgen van een *unsponsored* ADR-faciliteit waar zij niet mee instemmen.

9. 'Exemption from Registration Under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers', Release No. 34-58465 (September 5, 2008) [17CFR 239, 240 and 249], p. 45.