

# Enkele aspecten van een beursgang

*Mr. drs. M.R. Driedonks\**

## Inleiding

Ondanks dat het economische klimaat voor een *Initial Public Offering* (IPO) beter is dan tijdens de financiële crisisjaren van 2008 en 2009, zijn de markten nog steeds grillig en onrustig. Beleggers lijken gevoelig voor de aanhoudende schulden crisis in de eurozone, de aardbeving in Japan en de golf van politieke revoluties in het Midden-Oosten.

Wereldwijd liet de omvang van IPO's in het eerste kwartaal van 2011 een daling zien ten opzichte van het eerste kwartaal van 2010. In het eerste kwartaal van 2011 waren er mondiaal 290 beursgangen, vergeleken met 293 beursgangen in het eerste kwartaal van 2010 (een daling van 1%) en 484 in het vierde kwartaal van 2010 (een daling van 40%). Met deze beursgangen werd in totaal in het eerste kwartaal van 2011 US\$46,1 miljard opgehaald vergeleken met US\$53,6 miljard in het eerste kwartaal van 2010 (een daling van 14%) en US\$131,5 miljard in het vierde kwartaal van 2010 (een daling van 65%).<sup>1</sup>

In Europa steeg het aantal IPO's met 22%, van 77 in het eerste kwartaal van 2010 naar 94 in het eerste kwartaal van 2011 en daalde het opgehaalde kapitaal met 37%, van US\$4,7 miljard naar bijna US\$3 miljard.<sup>2</sup> In Nederland zijn de beursgangen van bijvoorbeeld afvalverwerkingsbedrijf Van Gansewinkel, kabelbedrijf Ziggo en biotechnologiebedrijf Agendia onlangs uitgesteld en is de kans dat ABN Amro deze kabinetsperiode naar de beurs gaat klein.

Maar ondanks deze berichten groeit wereldwijd het aantal ondernemingen dat een beursgang overweegt en daalt het deel van de beursplannen dat wordt ingetrokken. In de eerste helft van 2010 werd 26% van de 1954 beursplannen ingetrokken, vergeleken met 17% van de 2240 beursplannen in de eerste helft van 2011.<sup>3</sup> De mondiale pijplijn van IPO-kandidaten voor 2011 ziet er kennelijk gunstig uit.<sup>4</sup>

In deze bijdrage zal beknopt worden ingegaan op enkele belangrijke fases en aspecten van het proces van een beursgang in Nederland.

## Vorbereiding van een beursgang

De overgang van een private onderneming naar een beursnoteerde onderneming in publieke handen is een ingewikkeld en tijdrovend proces. Het 'beursklaar' maken van de onderneming vergt dan ook een degelijke voorbereiding. In dat kader zullen de raad van bestuur, de raad van commissarissen en verschillende afdelingen binnen de organisatie uitgebreid moeten worden voorbereid op de impact van een beursgang. Vaak worden er door de onderneming nieuwe bestuurders en commissarissen aangetrokken die ruime ervaring hebben met een beursvennootschap.

Doorgaans is het nodig om de onderneming te reorganiseren en te herstructureren als voorbereiding op een beursgang. Hierbij kan worden gedacht aan het groeperen van de verschillende activiteiten onder controle van een houdstermaatschappij of de verkoop van onderdelen die onvoldoende renderen. Vanwege de vrije overdraagbaarheid van beursaandelen zal een onderneming in de vorm van een BV moeten worden omgezet in een NV of zal een NV moeten worden opgericht die als houdstermaatschappij dient van de BV.

Verder zal de onderneming doorgaans haar administratieve en financiële organisatie moeten herzien en zullen interne rapportageprocedures en controlesystemen moeten worden opgezet en ingevoerd om te kunnen voldoen aan de vereisten uit de Wet op het financieel toezicht (Wft). Onder deze vereisten valt onder andere de verplichting van de onderneming om halfjaarlijkse financiële verslaggeving en tussentijdse (kwartaal)berichten te publiceren, het onverwijld publiceren van voorwetenschap en het bij de AFM melden van elke wijziging in de aandelen en stemmen waarover een bestuurder of commissaris beschikt.

De Corporate Governance Code (hierna: de Code) is van toepassing op alle beursvennootschappen. De Code bevat principes en best practice-bepalingen die de verhoudingen reguleren tussen het bestuur, de commissarissen en de aandeelhouders die een private vennootschap niet kent. In de Code is onder meer opgenomen dat een commissaris niet meer dan vijf verschillende commissariaten mag hebben bij Nederlandse beursvennootschappen en dat bestuurders worden benoemd voor een termijn van maximaal vier jaar. De Code geeft ook aan dat de onderneming, voor zover het in haar mogelijkheid ligt, aandeelhouders in de gelegenheid moet stellen om op afstand te stemmen en met alle (andere) aandeelhouders te communiceren. Beursvennootschappen zijn niet verplicht om de Code toe te passen. In het jaarverslag moet gemotiveerd worden toe-

\* Mr. drs. M.R. Driedonks is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Ernst & Young, Q1 '11 global IPO update, april 2011: <www.ey.com>.  
2. PriceWaterhouseCoopers, IPO watch Europe survey Q1 2011: <www.pwc.com>.  
3. Het Financieel Dagblad, Beursgang wordt nog vaak uitgesteld, 14 juni 2011.  
4. Zie ook Ernst & Young, Global IPO trends 2011: <www.ey.com>.

gelicht waarom de Code op bepaalde aspecten niet wordt nageleefd (het 'pas toe of leg uit' (*apply or explain*)-beginsel).

Over het algemeen zullen de statuten van de onderneming moeten worden aangepast, zodat die voldoen aan de eisen van een beursvennootschap. Hierbij zullen ook mogelijke beschermingsconstructies worden overwogen die kunnen worden ingezet om een overname door middel van een vijandig openbaar bod te voorkomen of om te voorkomen dat aandeelhouders op andere wijze controle kunnen verwerven (bijvoorbeeld door wijziging van de raad van commissarissen of de raad van bestuur).

Met publieke aandeelhouders en een beurskoers die de waarde van die aandelen bepaalt, wordt de communicatie van de onderneming met de buitenwereld veel belangrijker dan voor de beursgang. Om de contacten te onderhouden met bestaande en potentiële aandeelhouders is een afdeling Investor Relations nodig. De afdeling Investor Relations richt zich tevens op de communicatie met de financiële pers, beleggers en financiële analisten van banken die analistenrapporten en beleggingsadviezen publiceren over beursvennootschappen. Deze afdeling is doorgaans het oog en het oor van het beursfonds naar de buitenwereld.

Een beursvennootschap is onderworpen aan veel meer en stringenter wet- en regelgeving dan een private onderneming. De beursgang leidt daarom ook tot een verzwaring en uitbreiding van de taken van de afdeling Compliance en Juridische Zaken.

## De uitvoering van een beursgang

### *Engagement letter*

De volgende stap in het proces van de beursgang is het verlenen van een mandaat van de onderneming aan de banken die de beursgang begeleiden. Naar deze banken wordt vaak verwezen als de (*joint*) *global co-ordinators* of *global lead managers* van de beursgang. Het mandaat en de afspraken over de tarieven en de te leveren diensten worden overeengekomen in een brief, een zogenaamde *engagement letter*, van de begeleidende banken aan de onderneming.

### *Due diligence en prospectus*

Na het tekenen van de *engagement letter* komt de focus in het proces te liggen op het *due diligence*-onderzoek en het opstellen van het prospectus.

Het *due diligence*-onderzoek richt zich op de belangrijkste financiële, fiscale, juridische en commerciële aspecten van de onderneming. Het onderzoek wordt uitgevoerd door de begeleidende banken en hun adviseurs, maar ook door de adviseurs van de onderneming (zie hierna). Het onderzoek omvat interviews met de raad van bestuur, de raad van commissarissen en het management (vaak op basis van *due diligence questionnaires*) en presentaties van het management. Daarnaast worden

de relevante documenten (zoals notulen van vergaderingen, materiële commerciële contracten, belangrijke arbeidsovereenkomsten en procedures) die zijn opgenomen in een *data room* bestudeerd.

Het prospectus wordt opgesteld door de onderneming en haar adviseurs, waarbij de pen meestal wordt gevoerd door de advocaten van de onderneming. De onderneming geeft via het prospectus alle relevante informatie aan potentiële beleggers om die beleggers in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de aangeboden aandelen en de uitgevende instelling. Het prospectus is het leidende informatiedocument (*disclosure document*) voor oriënterende beleggers. Het is dus geen marketingbrochure zoals vroeger misschien meer het geval is geweest.

Voordat het prospectus wordt gepubliceerd (algemeen verkrijgbaar gesteld) aan potentiële beleggers, moet het zijn goedgekeurd door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). Het goedgekeurde prospectus moet voldoen aan de vereisten uit de Wft (waarin de Prospectusrichtlijn<sup>5</sup> is geïmplementeerd) en de Prospectusverordening.<sup>6</sup> De Prospectusverordening beschrijft (in de diverse bijlagen) in detail aan welke inhoudelijke vereisten een prospectus moet voldoen. Daarnaast heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) onlangs een update gepubliceerd<sup>7</sup> van de bestaande aanbevelingen van het Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>8</sup> over de invulling en uitleg van bepaalde onderwerpen uit de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening en van de 'Frequently Asked Questions' van CESR.<sup>9</sup>

Het *due diligence*-onderzoek start gelijktijdig met het schrijven van het prospectus. *Due diligence* en prospectus zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden.<sup>10</sup> Zo kunnen de bijeenkomsten waarin de begeleidende banken, de onderneming en de (juridische en financiële) adviseurs samenkomen om het prospectus te bespreken en te finaliseren (zogenaamde *drafting sessions*) worden aangemerkt als onderdeel van het *due diligence*-onderzoek. De bevindingen uit het *due diligence*-onderzoek worden gebruikt om te bepalen wat relevant is voor het prospectus en ook ter verificatie van de juistheid van de inhoud van het prospectus.

5. Richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003.

6. Verordening nr. 809/2004 van 29 april 2004. Voor een inhoudelijk overzicht van de regelgeving zie: N.R. van de Vijver, Aanbieding van effecten: primaire markt, in: D. Busch e.a. (red.), Onderneming en financieel toezicht, Deventer: Kluwer 2010, p. 285-301.

7. ESMA, ESMA update of the CESR recommendations: The consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive, ESMA/2011/81, 23 maart 2011.

8. CESR is per 1 januari 2011 opgegaan in ESMA.

9. ESMA, Frequently Asked Questions. Prospectuses: Common positions agreed by ESMA Members, 13th updated version – June 2011, ESMA/2011/85, 9 juni 2011.

10. S.N. Demper & M.T.G. Schoonewille, Een overzicht van een beursgang en recente ontwikkelingen, Onderneming en Financiering 2010, p. 37-38.

## *Underwriting agreement*

Een volgende stap in het proces is het aangaan van een *underwriting agreement* tussen de onderneming en het volledige syndicaat van banken dat de beursgang begeleidt. Dit syndicaat is niet beperkt tot de *global co-ordinators* of *lead managers* die partij zijn bij de *engagement letter*, maar omvat ook banken die een andere rol toebedeeld hebben gekregen in het proces. De onderlinge risicoverdeling tussen de banken binnen het syndicaat wordt beheerst door een *agreement among managers*, waarbij de onderneming overigens geen partij is.

Doorgaans garandeert het syndicaat op grond van de *underwriting agreement* de plaatsing van de aandelen (een zogenoemde 'gegarandeerde emissie'). Een 'overgenomen emissie', waarbij het syndicaat aandelen voor eigen rekening en risico overneemt om ze vervolgens zelf bij het publiek te plaatsen, komt in de praktijk steeds minder voor. Verder bevat de *underwriting agreement* bepaalde garanties en vrijwaringen van de onderneming aan het bankensyndicaat. De belangrijke garanties zien op het feit dat de informatie in het prospectus en alle publieke mededelingen juist, volledig en niet misleidend is en dat het prospectus voldoet aan de toepasselijke wet- en regelgeving. Door middel van het opnemen van een vrijwaring voor mogelijke schade die voortvloeit uit eventuele prospectusaansprakelijkheid verschuift het syndicaat het risico voor claims zo veel mogelijk naar de onderneming.

Verder is in de *underwriting agreement* een aantal opschortende voorwaarden opgenomen waaronder het syndicaat zijn verplichtingen uit de overeenkomst aangaat. Doorgaans wordt als opschortende voorwaarde opgenomen dat zich geen materiële negatieve wijziging (*material adverse change*) heeft voorgedaan ten aanzien van de onderneming en in de markt waar de onderneming actief is. Andere opschortende voorwaarden zijn gewoonlijk het door de onderneming overleggen van *legal opinions*, afgegeven door de betrokken advocaten, en *comfort letters*, afgegeven door de accountant van de onderneming, ten aanzien van de financiële informatie in het prospectus. De garanties, vrijwaringen, *legal opinions* en *comfort letters* ondersteunen het *due diligence*-onderzoek en beperken het risico van het syndicaat.

In de *underwriting agreement* (of in een separate overeenkomst) wordt doorgaans een *lock-up*-regeling overeengekomen. Een *lock-up* houdt in dat de verkopende aandeelhouders, bestuurders en commissarissen zich jegens het syndicaat verplichten om geen aandelen te verkopen gedurende een bepaalde periode (meestal 180 tot 360 dagen) en dat de onderneming zich verplicht om gedurende die periode geen nieuwe aandelen uit te geven. Het doel van een *lock-up* is het creëren van een stabiele beurskoers en het bevorderen van vertrouwen bij potentiële beleggers.

## *Bookbuilding*

Het vaststellen van de introductieprijs voor een aandeel bij een beursgang is ingewikkeld, omdat het vooraf moeilijk is om te

beoordelen waar vraag en aanbod op het moment van de beursgang samen zullen komen. *Bookbuilding* is de meest gebruikte methode om de introductieprijs te bepalen. De essentie hiervan is dat de markt de introductieprijs bepaalt voordat de notering heeft plaatsgevonden.<sup>11</sup> Eerst stelt het syndicaat een prijsrange vast waarbinnen de prijs naar verwachting zal komen te liggen. Deze prijsrange wordt in het prospectus opgenomen.

Bookbuilding geschiedt doordat beleggers worden uitgenodigd om in te schrijven op de te noteren aandelen. Aan de hand daarvan wordt het 'boek' opgebouwd. De banken binnen het syndicaat die de binnengekomen inschrijvingen in het boek bijhouden, worden aangeduid als de *bookrunners*. Tijdens de inschrijvingsperiode organiseert het syndicaat een *roadshow* met presentaties door de onderneming voor potentiële institutionele beleggers en analisten waarin uitleg wordt gegeven over de onderneming en de beursgang. Elke mededeling die tijdens de *roadshow* en daarbuiten wordt gedaan (zowel mondeling als schriftelijk), dient in overeenstemming te zijn met de informatie die in het prospectus is opgenomen (art. 5:20 lid 2 Wft).

Tijdens de inschrijvingsperiode worden professionele (institutionele) beleggers uitgenodigd om in te schrijven onder opgave van het aantal te kopen aandelen en de prijs. Particuliere (non-professionele) beleggers worden alleen uitgenodigd om bij hun inschrijving het aantal te kopen aandelen op te geven, terwijl de prijs waarvoor zij inschrijven altijd 'bestens' is. De uiteindelijke introductieprijs van de beursgang is de 'bestens' prijs die zij moeten betalen.

Om een aanbieding door middel van *bookbuilding* in de praktijk mogelijk te maken kan een prospectus door de AFM worden goedgekeurd zonder dat daarin de definitieve introductieprijs en het aantal aandelen dat zal worden aangeboden, zijn opgenomen (art. 5:18 lid 1 Wft). In het prospectus moeten dan wel de criteria of voorwaarden worden vermeld aan de hand waarvan de prijs en het aantal zullen worden vastgesteld. Tevens moet een maximumprijs per aandeel worden opgenomen.

## *Vaststellen introductieprijs en aantal aandelen*

Na de inschrijvingsperiode wordt het boek gesloten. Op basis van de inschrijvingen worden na overleg tussen het syndicaat en de onderneming de introductieprijs en het aantal aan te bieden aandelen vastgesteld. Zodra de definitieve prijs en het aantal vaststaan, worden die door de onderneming bekendgemaakt in een persbericht (*pricing statement*) als aanvulling op het goedgekeurde prospectus. Dit *pricing statement* dient tevens bij de AFM te worden gedeponereerd (art. 5:18 lid 2 Wft).

11. A.E. van der Pauw & T.M. Stevens, *Bookbuilding op de Nederlandse markt, Ondernemingsrecht 1999*, p. 73-78.

Bij het bepalen van de uitgifteprijs wordt rekening gehouden met de 'plaatsbaarheid' van de aandelen in de markt. Ook wordt gekeken naar de kwaliteit van de vraag, die afhangt van het type geïnteresseerde belegger. De voorkeur zal over het algemeen uitgaan naar langetermijnaandeelhouders met een goede *track record*, die bijdragen aan een stabiele beurskoers van de onderneming na de beursgang.

### *Toewijzing, notering, handel en afwikkeling*

Na het vaststellen van de prijs wordt de toewijzing (*allocation*) van de aandelen onder de inschrijvers bepaald. Het is mogelijk dat beleggers niet het aantal aandelen toegewezen krijgen waarvoor ze hebben ingeschreven. Door de onderneming wordt vastgesteld hoeveel aandelen beschikbaar worden voor institutionele beleggers, voor particuliere beleggers en hoeveel voor bijvoorbeeld werknemers van de onderneming.

Na de toewijzing vindt de daadwerkelijke beursgang plaats: de aandelen worden genoteerd en de voorwaardelijke handel gaat van start op een zogenoemde *as if and when delivered*-basis. Deze eerste handelsdag (*trading date*) wordt doorgaans aangeduid met een T. De handel is dan voorwaardelijk omdat de betaling en levering van de aandelen nog niet hebben plaatsgevonden, waardoor alle transacties ongeldig kunnen worden verklaard. Doorgaans worden de betaling en levering van de aandelen drie werkdagen na de beursgang (T+3) afgewikkeld. Deze afwikkeling wordt ook wel *settlement* genoemd. Na de *settlement* is de handel in de aandelen onvoorwaardelijk.

### Koersstabilisatie na de beursgang

Direct na een beursgang is het verloop van de aandelenkoers vaak moeilijk te voorspellen. De koers kan scherp dalen door winstnemingen van kortetermijnbeleggers (zogenoemde *flippers*) of juist flink stijgen door sterke aanhoudende vraag uit de markt. Om de koers stabiel te houden en zo het vertrouwen in de markt te vergroten, verricht de *stabilising manager* van het bankensyndicaat doorgaans stabilisatietransacties.

Koersstabilisatie is een vorm van marktmanipulatie die alleen onder bepaalde strikte voorwaarden is toegestaan (art. 5:58 lid 2 onder c Wft). Deze voorwaarden zijn opgenomen in de 'Verordening terugkoopprogramma's en stabilisatie'.<sup>12</sup> Zo mag stabilisatie slechts plaatsvinden gedurende een beperkte periode van maximaal dertig dagen na de beursgang en dient de mogelijkheid tot stabilisatie en het feit dat die heeft plaatsgevonden openbaar gemaakt te worden. Stabilisatietransacties mogen niet plaatsvinden tegen een hogere prijs dan de biedprijs van de aandelen.

Bij stabilisatie wijst het syndicaat meer aandelen toe dan het oorspronkelijke aantal aandelen in de aanbieding. Bijvoorbeeld: stel, de onderneming wil 100 aandelen aanbieden en het syndicaat wijst 115 aandelen toe aan beleggers. Hiermee is een *short*-positie voor het syndicaat ontstaan van 15 aandelen. Dit

noemt men ook wel een 'overtoeijzing' of *over-allotment*. Indien er sprake is van een aanbodoverschot waardoor de aandelenprijs na de beursgang daalt, zal het syndicaat de 15 aandelen kopen in de markt om aan zijn leveringsverplichting uit hoofde van de overtoewijzing te voldoen. Hierdoor wordt de beurskoers ondersteund.

Indien de prijs niet daalt, zal het syndicaat de 15 aandelen niet in de markt kopen omdat het dan verlies zou lijden. In zo'n situatie zal het syndicaat niet stabiliseren en blijft de *short*-positie bestaan. Om deze reden wordt in de *underwriting agreement* een *greenshoe*-optie (ook wel overtoewijzingsoptie of *over-allotment option*; deze term is afgeleid van de beursgang van Green Shoe Manufacturing Company, waarbij de *greenshoe*-optie voor het eerst werd toegepast) toegekend door de onderneming aan het syndicaat. De optie geeft het syndicaat het recht om binnen een bepaalde periode na de beursgang 15 additionele aandelen te kopen boven het oorspronkelijke aantal tegen de originele introductieprijs. Hiermee wordt de *short*-positie gedekt door de *greenshoe*-optie.<sup>13</sup> Bij een stijgende koers door een sterke vraag uit de markt zal het syndicaat de optie uitoefenen om de 15 aandelen te verkrijgen en de overtoewijzing te voldoen. Dit heeft een drukkend en daarmee stabiliserend effect op de beurskoers. De omvang van de *greenshoe*-optie mag niet meer bedragen dan 15% van de oorspronkelijke aanbieding.

### Tot slot

Na een periode van wereldwijde relatieve rust op de IPO-markt lijkt men de nodige IPO-activiteit te verwachten in de nabije toekomst. Het aantal ondernemingen wereldwijd dat een beursgang overweegt, is groeiende en het deel van de aangekondigde beurslanceringen dat wordt ingetrokken, daalt. Daarmee ziet de pijplijn van IPO-kandidaten er gunstig uit. Indien het economische klimaat meezit en de stemming op de beurzen verbetert, lijkt voor verschillende ondernemingen de tijd rijp om de gang naar de beurs in te zetten.

De impact van een beursgang op een onderneming is omvangrijk. Het 'beursklaar' maken van de organisatie en het voorbereiden van verschillende afdelingen op een IPO zijn daarom van groot belang. Een goede voorbereiding is het halve werk. Enkele belangrijke juridische en praktische aspecten van de voorbereidende fase, de uitvoering en de fase na de beursgang zijn in deze bijdrage kort behandeld.

12. Verordening (EG) nr. 2273/2003 van 22 december 2003.

13. Overweging 19 van Verordening (EG) nr. 2273/2003 van 22 december 2003.