

Brussel, 2 oktober 1997

Omzendbrief E/1/97

Geachte mevrouw, geachte heer,

Op 27 februari 1997 heeft de Commissie voor het Bank- en Financieuzen een gedachtenwisseling gehouden over de publicatie van studies naar aanleiding van een openbaar beroep op het spaarderspubliek door financiële bemiddelaars en over de verdeelsleutels bij overinschrijving op een openbaar bod, met de bedoeling een oplossing te vinden voor de problemen die in verband hiermee zijn gerezen bij al dan niet recente verrichtingen.

De bedoeling was, zorgen voor een optimale informatieverstrekking aan het publiek, bewerkstelligen dat het prospectus als wettelijk en gecontroleerd document, gehandhaafd wordt als basisstuk en de beleggers een zo groot mogelijke transparantie garanderen, om zodoende een gunstig klimaat te scheppen voor elk beroep op het spaarderspubliek.

Na afloop van de werkzaamheden, waaraan vertegenwoordigers van de voornaamste bemiddelaars deelnamen, alsook de BVFA, de BVB, het VBO, de Brusselse beurs en Easdaq, konden een aantal beginselen en aanbevelingen worden geformuleerd. Die zijn in een circulaire opgenomen die als bijlage gaat, waarin grotendeels rekening wordt gehouden met de constructieve, zowel mondelinge als schriftelijke opmerkingen van de deelnemers aan deze gedachtenwisseling.

In verband met het specifieke probleem van het tijdschema - ten opzichte van de publicatie van het prospectus - voor de publicatie van studies gerealiseerd in het kader van een verrichting, door analisten verbonden aan lead-managers, adviseurs-bemiddelaars of leden van een plaatsingsconsortium, zal men vaststellen dat de circulaire niet uitdrukkelijk ingaat op de kwestie van de verspreiding van studies bij institutionele beleggers : zij behandelt uitsluitend de verspreiding van studies onder het publiek en bij de pers, die niet mag geschieden vooraleer het prospectus wordt gepubliceerd. Met andere woorden, studies mogen dus onder institutionele beleggers worden verspreid vooraleer het prospectus wordt gepubliceerd. Wel hoort hierbij verwezen te worden naar artikel 36, § 1, 6° van de wet van 6 april 1995 inzake de

secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs alsook op de reglementering met betrekking tot insider trading en koersmanipulatie. Hieruit kan men afleiden dat studies in elk geval nooit onder institutionele beleggers mogen worden verspreid vooraleer een verrichting aan het publiek is aangekondigd.

Aangezien elkeen belang heeft bij een grotere transparantie en betrouwbaarheid van de markt, verwacht de Commissie voor het Bank- en Financiewezen van bemiddelaars en emittenten een constructieve houding tegenover de beginselen en aanbevelingen in de circulaire. Zijzelf blijft bereid tot elk gesprek dat de verwezenlijking van deze doelstellingen kan stimuleren.

Met de meeste achting,

De Voorzitter,

J.-L. DUPLAT.

**CONCLUSIES VAN DE COMMISSIE VOOR HET BANK- EN
FINANCIËWEZEN NA DE GEDACHTEWISSELING OVER DE
PUBLICATIE VAN STUDIES DOOR FINANCIËLE BEMIDDELAARS NAAR
AANLEIDING VAN EEN OPENBAAR BEROEP OP HET
SPAARDERSPUBLIEK EN OVER DE VERDEELSLEUTELS BIJ
OVERINSCHRIJVING OP EEN OPENBAAR BOD**

I. Publicatie van studies door financiële bemiddelaars naar aanleiding van een openbaar beroep op het spaarderspubliek.

I. Context

Bij verrichtingen van een zekere omvang (openbare aanbiedingen tot inschrijving op of verkoop van aandelen) stelt men vast dat de financiële bemiddelaars die het prospectus moeten opstellen of de plaatsing van de effecten en/of de goede afloop van de verrichting waarborgen, nagenoeg systematisch een studie publiceren die voornamelijk op de positie van de emittent in zijn bedrijfssector(en) ingaat, ontwikkelingsprognoses geeft en de betrokken effecten evalueert.

Dergelijke studies worden uitgevoerd op voorstel van de bemiddelaars zelf, die meestal vinden dat zoiets bij het "dienstenpakket" hoort dat aan emittenten wordt aangeboden. Emittenten houden in hun keuze van een bemiddelaar niettemin rekening met diens bekwaamheid om een degelijke analyse te produceren.

In overeenstemming met het beginsel van de "chinese walls" doet men voor dit soort studie meestal een beroep op een andere dienst dan die belast met de opstelling van het prospectus. Bij sommige bemiddelaars zijn het niettemin analisten uit de ploeg die het prospectus moet opstellen, die de studies schrijven bij een openbaar beroep op het spaarderspubliek.

Meestal worden die studies samen met het prospectus verspreid bij institutionele beleggers en de pers, ter gelegenheid van "road shows". Onder particuliere beleggers worden zij slechts in zeer geringe mate en op verzoek verspreid, gelet op hun beperkte oplage (enkele honderden exemplaren).

Tenslotte is de publicatie van studies of analysesnota's vaak een *conditio sine qua non* voor de introductie van nieuwe ondernemingen op de markten voor groeibedrijven. Zo bepaalt het reglement van de Euro NM (Euro Nouveau Marché) uitdrukkelijk dat wanneer de sponsor-markthouder (ITM - introducteur-teneur de marché) een aandeel introduceert, hij er zich toe verbindt een financiële analyse over de emittent te publiceren. Ook bij EASDAQ merkt men een gelijkaardige trend, althans wat de vennootschappen naar Belgisch recht betreft.

II. Problemen

A. I.v.m. de publicatie van zowel een prospectus als studies

Het voorschrift van artikel 29, § 2 van het koninklijk besluit n° 185 luidt als volgt: "het prospectus moet de gegevens bevatten die, naar gelang van de kenmerken van de betrokken verrichting, het publiek nodig heeft om zich met kennis van zaken een oordeel te kunnen vormen over de aard van de zaak en de aan de effecten verbonden rechten". Die verplichting wordt overgenomen en gepreciseerd in artikel 4 van het koninklijk besluit van 18 september 1990 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd voor de opneming van effecten in de eerste markt van een effectenbeurs, alsook in artikel 3 van het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare uitgifte van effecten en waarden: bij het lezen van het prospectus moet men in staat zijn "zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en over de aan de effecten en waarden verbonden rechten".

De schema's die bij de voornoemde besluiten zijn gevoegd, vermelden daartoe enkel de minimuminformatie die in het prospectus moet voorkomen. In de meeste gevallen volstaat dat niet en zijn er leemten, o.a. qua beschrijving van de bedrijfssector van de emittenten (grondstoffen, leveranciers, technologieën, de cliënteel en zijn kenmerken, stand van zaken en vermoedelijke evolutie qua vraag en aanbod, concurrentie, enzovoort).

De Commissie voor het Bank- en Financiewezen is zich bewust van die leemten en tracht die gaandeweg te verhelpen door aan de emittenten en de bemiddelaars die hen moeten assisteren, te vragen dit soort gegevens in het prospectus op te nemen. Dat staat trouwens uitdrukkelijk vermeld in de "Praktische gids voor de snelprocedure" die de Commissie eind juli 1996 heeft uitgegeven. Niettemin blijven de prospectussen op die punten soms ontoereikend.

In de praktijk stelt men evenwel vast dat studies van analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, en inzonderheid met een bemiddelaar die instaat voor de opstelling van het prospectus, meestal een beschrijving bevatten van de bedrijfssector van de emittent en zijn positie daarin.

Men stelt ook soms vast dat andere soorten gegevens die eigenlijk in het prospectus zouden moeten staan maar waarvan de emittent en de bemiddelaar beweren dat zij die onmogelijk kunnen verstrekken, uitsluitend of uitvoeriger in de studies zijn opgenomen: dat is dikwijls zo voor de verantwoording van de uitgifteprijs en de prognoses van de emittent, vooral bij groei-bedrijven in een startfase die nog niet winstgevend zijn. De voornaamste reden waarom die van informatie naar de studies wordt doorgeschoven, is aansprakelijkheidsproblemen

voor de emittent te vermijden, vooral bij ondernemingen die zich ook tot de Amerikaanse markt wenden. Van hun kant nemen bemiddelaars in hun studies clausules op waarmee zij alle aansprakelijkheid trachten uit te sluiten.

Hetzelfde soort probleem kan eveneens voorkomen bij informatiesessies of "road shows", omdat de informatie die daar wordt verstrekt, soms verder reikt dan de inhoud van het prospectus.

B. Belangenconflict tussen bemiddelaar en inschrijvers

Artikel 36, § 1, 6° van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, bepaalt : "De (...) bemiddelaars dienen bij transacties in financiële instrumenten (...) elk mogelijk belangenconflict te vermijden of, wanneer dit onvermijdelijk is, dienen zij ervoor zorg te dragen dat hun cliënten op billijke en gelijke wijze worden behandeld (...)".

In het kader van een openbaar beroep op het spaarderspubliek is er sprake van een situatie die een belangenconflict kan doen ontstaan , wanneer de bemiddelaar die een studie publiceert over een verrichting, een rechtstreeks belang heeft bij de plaatsing van de betrokken effecten (bv, wanneer hij ook de vaste overnemer of de garant voor de goede afloop van die verrichting is).

De publicatie van een studie heeft inderdaad een weerslag op de marketing van de verrichting en men stelt vast dat de stijl alsook de informatieselectie niet steeds van volstreekte objectiviteit getuigen, in sommige gevallen zelfs dat zij openlijk de inschrijving aanprijzen.

De trend bij bemiddelaars om voor de inhoud van de studies die zij publiceren, alle verantwoordelijkheid af te wijzen via vermeldingen in die zin, zet zeker niet aan tot voorzichtigheid.

C. Situatie in het buitenland

2.3.0. De problemen waarvan sprake in punt 2.1. en 2.2. hierboven zijn ook een zorg voor de controle-autoriteiten van andere landen.

2.3.1. Volgens het Franse "rapport Barbier de La Serre sur l'organisation et la déontologie des opérations financières sur le marché primaire des titres donnant accès au capital" (Bulletin COB nr. 308 - december 1996) is de publicatie van financiële analyses naar aanleiding van een verrichting, door een studiekantoor dat eigendom is van of verbonden met de lead-managers, bankiers-adviseurs of leden van het plaatsingsconsortium, een bron van potentiële belangenconflicten : door een dergelijke praktijk ontstaat inderdaad gevaar voor verwarring tussen het prospectus en researchverslagen en vandaar ook de verleiding om studies te verspreiden met een optimistische zometer ingekleurde voorstelling van het project, om

de plaatsing van de effecten vlotter te doen verlopen.

De werkgroep voorgezeten door Barbier de la Serre pleitte niettemin voor het behoud van de vrijheid om tijdens de pre-marketing of de uitgifte zelf (m.a.w. zodra het prospectus verkrijgbaar is, in voorkomend geval in ontwerpvorm en met een voorlopige goedkeuring) researchverslagen te mogen verspreiden van studiekantoren verbonden met instellingen die op de officiële markt opereren, op voorwaarde dat bovenaan het gepubliceerde stuk duidelijk wordt vermeld welke banden er bestaan tussen het studiekantoor en de lead-managers, de bemiddelaars-adviseurs of de leden van het plaatsingsconsortium¹.

De werkgroep wijst er overigens in algemene bewoordingen op dat het moeilijk is enkel te betrouwen op “chinese walls” om belangenconflicten en ongeoorloofde bevoorrechte-informatieverstrekking te vermijden, aangezien van geen enkele “chinese wall” kan worden gezegd dat die in alle omstandigheden volkomen waterdicht en hermetisch afgesloten is.

- 2.3.2. Na de werkzaamheden van de groep Barbier de La Serre werd op gezamenlijk initiatief van de COB en de SIB een werkgroep gevormd met vertegenwoordigers van de controle-autoriteiten van de verschillende Lid-Staten van de Europese Unie. Taak van die groep is, de gemeenschappelijke beginselen op het niveau van de Europese Unie vastleggen in verband met de organisatie en de deontologie van financiële verrichtingen op de eerste markt.

In verband met de publicatie van financiële studies naar aanleiding van een openbaar bod door lead-managers en leden van het plaatsingsconsortium, onderzoekt de groep een aantal aspecten waaronder :

- * het vermelden van situaties van belangenconflict;
- * de mate waarin de inhoud, vorm, frequentie en timing van de publicatie van adviezen over de betrokken emittent werden gewijzigd ten opzichte van de situatie waarin de bemiddelaar nog niet was betrokken bij het openbaar bod;
- * de concordantie tussen de inhoud van de studie en de gegevens in het prospectus;
- * de mate waarin de gegevens in de studie door de bemiddelaar op hun juistheid zijn getoetst.

¹ In België bestaat er geen voorlopig prospectus met een voorlopige goedkeuring. Hier gebeurt het wel dat prospectussen worden goedgekeurd en onder het publiek verspreid, waarin nog niet alle voorwaarden en modaliteiten van de verrichting zijn opgenomen, omdat die pas achteraf worden medegedeeld via een perscommuniqué, wat dus op hetzelfde neer komt.

- 2.3.3. In de Verenigde Staten is het verspreiden van financiële analyses tijdens de biedperiode door brokers of dealers die meewerken aan de plaatsing van de effecten, streng gereguleerd. De verspreiding van zo'n analyse moet passen in het normale bedrijfskader van de broker of de dealer en de ontvangers moeten de gebruikelijke ontvangers zijn van dit soort analyse. Bij de opinies of aanbevelingen over het effect waarop het bod slaat, moeten ook andere informatie, opinies of aanbevelingen worden gevoegd over effecten uit dezelfde bedrijfssector als de betrokken emittent en zij mogen in de publicatie niet meer plaats innemen dan de studies gewijd aan andere effecten. Tenslotte mag de studie geen gunstiger beoordeling van het effect geven dan de recentste studie over de emittent gepubliceerd door de bemiddelaar vóór de aanvang van het bod (Reg. § 230.139 (Rule 139) van de Securities Act).

3. Bespreking

3.1. Problemen i.v.m. de publicatie van zowel een prospectus als studies

- 3.1.0. Hoofddoel van de vraagstelling sub 2.1 hierboven is, bewerkstelligen dat het prospectus als wettelijk en gecontroleerd document gehandhaafd wordt als basisstuk. Daarom moet, op het vlak van de informatieverstrekking aan het publiek in het kader van een openbaar beroep op het spaarderspubliek, het belang en de relevantie van het prospectus worden gevrijwaard.

Dit doel verwezenlijken impliceert evenwel niet dat er een verbod moet komen op de publicatie van studies van analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium. De Commissie voor het Bank- en Financieuzen onderkent inderdaad het nut van de studies die deze bemiddelaars publiceren in het kader van hun adviesverlening aan beleggers om hun cliënten een opportuniteitsbeoordeling te geven.

De Commissie vindt niettemin dat duidelijk moet worden vastgelegd onder welke voorwaarden dergelijke studies naast het prospectus kunnen bestaan. Daarom heeft de Commissie voor de bemiddelaars beginselen uitgewerkt die zij moeten volgen bij het opstellen van studies. In die beginselen wordt rekening gehouden met de specifieke kenmerken van het prospectus enerzijds en studies anderzijds. Een prospectus heeft tot doel zowel over de aangeboden effecten als over de emittent alle nodige informatie te verstrekken om het publiek in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de verrichting, terwijl studies in beginsel tot doel hebben het oordeel dan wel een kritisch advies van een deskundige over de verrichting weer te geven (beoordeling van de opportuniteit en de kwaliteit van de verrichting, evenals van de positie van wie ze uitvoert).

Die beginselen zullen a posteriori door de Commissie voor het Bank- en Financiewezen op hun naleving worden getoetst. De Commissie behoudt zich weliswaar het recht voor van een a priori controle van studies, krachtens artikel 29ter, § 1, eerste lid van het koninklijk besluit nr. 185, ingeval mocht blijken dat deze beginselen zijn miskend. Hoofddoel van het toezicht van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen is, zich ervan vergewissen dat het prospectus volledig is. In het kader van haar opdracht om het prospectus te controleren, kan de Commissie overigens verzoeken haar alle inlichtingen mede te delen die zij noodzakelijk acht (art. 27, tweede lid, KB nr 185).

- 3.1.1. Een eerste beginsel komt neer op een verbod om relevante gegevens in de zin van artikel 29, § 2 van het koninklijk besluit nr. 185 en afkomstig van de emittent, op te nemen in een studie van analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, maar niet in het prospectus, dan wel dergelijke gegevens wel in het prospectus te vermelden maar tegen te spreken in een studie². Doel is het publiek compleet te informeren via het prospectus en elke tegenstrijdigheid vermijden die het kan misleiden.

In verband met de specifieke vraag naar de prognoses die de emittent in beginsel tenminste voor het lopende boekjaar moet geven in het prospectus, verkiest de emittent in het geval van groei-bedrijven in hun startfase soms liever niet de verantwoordelijkheid te nemen voor prognoses in het prospectus, omdat die al te onzeker lijken³. In dat geval moet hij in het prospectus uitdrukkelijk wijzen op zijn onzekerheid omtrent de toekomstige evolutie en de redenen daarvoor opgeven. Dat probleem duikt vrij algemeen op, dus ook bij vennootschappen “op kruissnelheid”, als het gaat om prognoses op middellange of lange termijn, die verder reiken dan het lopende boekjaar en waar de reglementaire prospectusschema’s niet uitdrukkelijk om vragen. Als een analist die verbonden is met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, in zijn studie uitvoeriger prognoses wil schetsen dan in het prospectus, vindt de Commissie dat duidelijk moet worden vermeld

² Personen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus moeten verklaren dat “de gegevens in het prospectus stroken met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waardoor de strekking van het prospectus zou wijzigen”; die personen zijn ook hoofdelijk aansprakelijk (artikel 32 van het koninklijk besluit nr. 185 en punt 1.2. van de prospectusschema’s).

³ Een ander geval is, wanneer de emittent objectief gezien onmogelijk prognoses kan geven, gelet, bij voorbeeld, op de kenmerken van de sector waarin hij bedrijvig is.

dat de bemiddelaar zijn eigen ramingen publiceert, op zijn verantwoordelijkheid⁴. De analist ook moet aangeven welke bronnen hij voor zijn prognoses heeft gebruikt, de informatie maximaal op haar juistheid toetsen, duidelijk aangeven welke hypothesen hij formuleert, alle risicofactoren vermelden en zo goed mogelijk ramen hoe gevoelig zijn prognoses zijn aan de belangrijkste, voor de betrokken emittent exogene factoren.

- 3.1.2. Voor bepaalde gedeelten van het prospectus is een intensievere medewerking nodig van de bemiddelaar die voor de opstelling van het prospectus zorgt. Voor die gedeelten mag hij niet volstaan met gegevens verzamelen, hij moet actief participeren in het onderzoek, de analyse en de afwerking van de informatie; hij zal dan ook een bijzondere verantwoordelijkheid moeten opnemen voor de inhoud van die gedeelten, zelfs al blijft de emittent aansprakelijk voor het hele prospectus. De hier bedoelde inlichtingen komen trouwens meestal voor in de studies gepubliceerd door bemiddelaars.

Zo is het voor de verantwoording van de uitgifteprijs ondenkbaar dat de bemiddelaar die instaat voor het opzetten van de verrichting en in voorkomend geval de goede afloop daarvan waarborgt, zou beweren niet in staat te zijn om in het prospectus een passus op te nemen over de waardering van de publiek aangeboden effecten, terwijl hij daarnaast een waardering zou opnemen in zijn studie of in het kader van een "bookbuildingprocedure". Dit is een aspect van het prospectus waarin duidelijk de toegevoegde waarde van de inbreng van de bemiddelaar naar voren komt, die hiervoor in beginsel dan ook de verantwoordelijkheid draagt omdat de waardering die hij voorstelt verdedigbaar moet zijn, gelet op de positie van de emittent en de waarderingmethodes die beroepsmensen hanteren. Wel is het zo dat de bemiddelaar meestal geen audit uitvoert bij de emittent en dus uitgaat van de veronderstelling dat de basisgegevens verstrekt door de emittent, correct zijn.

De toegevoegde waarde van de bemiddelaar is ook belangrijk voor een correcte duiding van de bedrijfssector van de emittent en zijn positie daarin (inzonderheid t.o.v. zijn leveranciers, zijn cliënten, zijn concurrenten, ...). Dit soort economische gegevens hoort niet langer hoofdzakelijk in studies thuis. De nadruk moet dan ook worden gelegd op dit wezenlijke bestanddeel van het prospectus en het belang van de rol van de bemiddelaar in de opstelling daarvan. Die rol zou normaal gesproken moeten impliceren dat de bemiddelaar ten gronde de overeenstemming toetst tussen de gegevens in het prospectus en de economische werkelijkheid.

⁴ Het komt er voor de bemiddelaar uiteraard niet op aan te garanderen dat zijn prognoses effectief zullen uitkomen, maar wel dat die zijn gemaakt volgens de regels van het vak en met de vereiste voorzichtigheid, gelet op de positie van de emittent.

In het algemeen en zeker wat de verantwoording van de prijs betreft en de beschrijving van de positie van de emittent in zijn bedrijfssector, mag men stellen dat een bemiddelaar belang heeft bij een toetsing van de gegevens waarop hij steunt om het prospectus op te stellen (zie het begrip "due diligence" in de Angelsaksische landen), want zijn aansprakelijkheid zou niet enkel door zijn medecontractant (emittent) kunnen worden ingeroepen, maar ook door de beleggers, naar het voorbeeld van bepaalde buurlanden. Zo bijvoorbeeld is in Nederland de lead-manager van een verrichting, overeenkomstig een circulaire van de Vereniging voor de Effectenhandel, verplicht de gegevens in het prospectus na te trekken ("due diligence-onderzoek"). De verplichting voor de lead-manager om de gegevens in het prospectus na te trekken alsook de hieruit voortvloeiende aansprakelijkheid, vindt men overigens terug in de Belgische en buitenlandse rechtspraak⁵. De Commissie voor het Bank- en Financieuzen raadt de bemiddelaars dan ook aan dit soort controles te verrichten, zeker voor de introductie van nieuwe financiële instrumenten op een Belgische effectenbeurs of een Belgische gereglementeerde markt alsook voor openbare aanbiedingen door niet-genoteerde emittenten.

- 3.1.3. Naast de aspecten i.v.m. de inhoud van de informatie, is het belangrijk te wijzen op het feit dat het prospectus bij het publiek ook aan belangstelling zou winnen indien er werk zou worden gemaakt van zijn voorstelling en opstelling. Krachtens de reglementering kan de Commissie voor het Bank- en Financieuzen onder andere toestaan dat de volgorde van de verstrekte gegevens wordt gewijzigd ten opzichte van de volgorde in de reglementaire schema's. In ieder geval moet de belegger gemakkelijk de informatie kunnen terugvinden die hij zoekt, dankzij een duidelijke en gedetailleerde inhoudsopgave.

Wat tenslotte de voorstelling van de informatieverstrekking aan de beleggers betreft, stimuleert de Commissie voor het Bank- en Financieuzen de publicatie van samenvattingen, die los van het prospectus mogen worden gepubliceerd.

⁵ De draagwijdte van die verplichting uit de circulaire van de Nederlandse Vereniging voor de Effectenhandel werd toegelicht in een arrest van 28 augustus 1996 van de Amsterdamse rechtbank, in de zaak ABN Amro Bank N.V. tegen de obligatiehouders Coopag Finance BV. De Amsterdamse rechtbank is inzonderheid van oordeel dat de bemiddelaar in zijn controles moet uitgaan van het standpunt van een doorsnee belegger om de aan de verrichting verbonden risico's te beoordelen. In België heeft de rechtbank van koophandel op 26 maart 1997 in de zaak Confederation Life geoordeeld dat "les banques chefs de file doivent (...) s'assurer de la fiabilité des informations communiquées par l'émetteur quant à sa situation financière lors de la phase préparatoire de l'émission et, notamment dans le cadre de la rédaction du prospectus".

- 3.1.4. I.v.m. de timing - ten opzichte van de publicatie van het prospectus - van de publicatie van studies verwezenlijkt door analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, is het niet geoorloofd studies onder het publiek en bij de pers te verspreiden vooraleer het prospectus is gepubliceerd.

Trouwens, mocht zo'n studie nog vóór de goedkeuring van het prospectus worden gepubliceerd, dan is artikel 4, eerste lid van toepassing van het koninklijk besluit van 9 januari 1991 over het openbaar karakter van verrichtingen om spaargelden aan te trekken en de gelijkstelling van bepaalde verrichtingen met een openbaar bod; m.a.w., die publicatie zou dan worden gelijkgesteld met een openbaar bod waarvoor titel II van het koninklijk besluit nr 185 geldt. Deze bepaling is overigens van toepassing op elke persoon die rechtstreeks of onrechtstreeks een vergoeding of voordeel ontvangt van wie de verrichting uitvoert, op het ogenblik dat die wordt uitgevoerd.

Al deze beginselen moeten evenwel worden genuanceerd ingeval een bemiddelaar die lead-manager wordt, bemiddelaar-adviseur of lid van het plaatsingsconsortium, voor een verrichting in voorbereiding die nog niet publiek is aangekondigd, de gewoonte heeft op een periodieke basis adviezen te publiceren over de betrokken emittent: in die omstandigheden zou een onderbreking van de publicatieperiodiciteit om zo de voornoemde beginselen te kunnen naleven, in de markt het vermoeden kunnen wekken dat er een verrichting op til is. In zo'n geval lijkt het dat het ook wenselijk de publicatieperiodiciteit te handhaven, zij het onder bepaalde voorwaarden. In vergelijking met het laatste advies dat de bemiddelaar over dezelfde vennootschap heeft gepubliceerd,

- mag de inhoud van het advies niet uitvoeriger zijn;
- moet de vorm van het advies dezelfde zijn;
- mag de opinie over de emittent niet gunstiger zijn (tenzij nieuwe relevante factoren opduiken, die geen verband houden met de voorgenomen verrichting);
- mag het advies niet ruimer of anders worden verspreid.

Wat ten slotte het tijdstip betreft waarop een prospectus verkrijgbaar wordt gesteld, wijst de Commissie voor het Bank- en Financieuzen erop dat de reglementaire termijnen slechts een minimum vormen en dat de emittenten er belang bij hebben het publiek meer tijd te gunnen om zich een oordeel te vormen over de voorgestelde verrichting. Zij stelt inderdaad vast dat talrijke bemiddelaars en emittenten zich strikt aan de wettelijke termijnen houden. Daarom beveelt de Commissie aan een prospectus tenminste drie werkdagen vóór de aanvang van de verrichting verkrijgbaar te stellen.

- 3.1.5. Overeenkomstig artikel 22, tweede lid van het besluit van 18 september 1990 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd voor de opneming van effecten in de eerste markt van een effectenbeurs en artikel 14, tweede lid van het koninklijk besluit van 31 oktober 1991 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij openbare uitgifte van effecten en waarden, moet in studies gepubliceerd naar aanleiding van een openbaar beroep op het spaarderspubliek door lead-managers, adviseurs of leden van het plaatsingsconsortium, uitdrukkelijk worden vermeld dat er een prospectus bestaat en hoe dit kan worden verkregen.

Wanneer een studie aan particuliere beleggers en de pers wordt gegeven, dient daarbij systematisch ook het prospectus te worden gevoegd.

3.2. Belangenconflicten tussen bemiddelaar en inschrijvers.

I.v.m. mogelijke belangenconflicten tussen een bemiddelaar die een studie publiceert en zijn cliënten (zie punt 2.2. hierboven) bepaalt artikel 36, §1, 6°, van de wet van 6 april 1995 dat, ingeval een belangenconflict niet te vermijden is, de bemiddelaars "ervoor zorg (dienen) te dragen dat hun cliënten op billijke en gelijke wijze worden behandeld en, in voorkomend geval, andere maatregelen op te volgen zoals rapportering, interne regels inzake vertrouwelijkheid na te leven of te weigeren op te treden".

In het specifieke geval van een bemiddelaar die een studie publiceert over een verrichting waardoor hij in een situatie terechtkomt die kan leiden tot een belangenconflict met de inschrijvers, vereist een billijke behandeling van zijn cliënten ten minste dat de lezer reeds op de eerste pagina van de studie hierop attent wordt gemaakt.

Voorts zou het wenselijk zijn dat een bemiddelaar met een belangenconflict zo objectief mogelijk blijft in zijn studie en geen "gerichte" selectie maakt van de informatie, met enkel positieve elementen, om te vermijden dat het publiek wordt misleid. Als fundamenteel beginsel kan men inderdaad stellen dat elke studie eerlijk moet zijn en niet-misleidend ("fair and non-misleading").

Het is ten slotte alleszins onduldbaar dat zo'n bemiddelaar alle verantwoordelijkheid zou afwijzen voor de informatie, analyses en beoordelingen in zijn studie. Het feit dat zijn aansprakelijkheid kan worden ingeroepen, zou hem moeten aanzetten tot de zorgvuldigheid en voorzichtigheid die in zo'n geval normaliter van een analist mag worden verwacht. Zonder de bemiddelaar

uitdrukkelijk te willen verplichten de gegevens waarop hij voor zijn studie heeft gesteund, op hun juistheid te toetsen, is het toch wenselijk dat hij in het begin van zijn studie aangeeft in welke mate hij dat wel heeft gedaan. In de praktijk vindt men deze soort van aanduidingen nu al vrij frequent in de studies van Belgische bemiddelaars.

3.3. Samengevat

Uit wat voorafgaat kunnen de volgende beginselen worden gehaald:

- alle pertinente gegevens in de zin van artikel 29, § 2 van het koninklijk besluit nr 185, moeten in het prospectus worden opgenomen en mogen dus niet uitsluitend of hoofdzakelijk voorkomen in de studies van analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium;
- er mag geen enkel verschil noch tegenspraak zijn tussen de objectieve gegevens in het prospectus en die in de studie van analisten die verbonden zijn met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium;
- de bemiddelaar die het prospectus moet opstellen, moet een eerste-lijnsrol spelen bij het schrijven van die gedeelten van het prospectus waarin de uitgifteprijs wordt verantwoord en de positie beschreven van de emittent in zijn bedrijfssector. Die rol impliceert in beginsel dat hij de overeenstemming moet toetsen tussen de gegevens in het prospectus en de economische realiteit;
- als een analist die verbonden is met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, in zijn studie uitvoeriger prognoses wil opnemen dan in het prospectus, moet hij vermelden dat hij zijn eigen ramingen publiceert, op zijn verantwoordelijkheid. De analist moet aangeven welke bronnen hij voor zijn prognoses heeft gebruikt, de informatie maximaal op haar juistheid toetsen, duidelijk aangeven welke hypothesen hij formuleert, alle risicofactoren vermelden en zo goed mogelijk ramen hoe gevoelig zijn prognoses zijn aan de belangrijkste, voor de betrokken emittent exogene factoren.
- in studies die bemiddelaars publiceren, moeten zij in het begin duidelijk elke situatie vermelden die kan leiden tot een belangenconflict met hun cliënten;

- de stijl in studies gepubliceerd door bemiddelaars met een belangenconflict, moet zo objectief mogelijk zijn, zonder "gerichte" informatieselectie door de analisten, om het publiek niet te misleiden (elke studie moet eerlijk zijn en niet-misleidend : “fair and non-misleading”);
- bemiddelaars moeten er van afzien alle verantwoordelijkheid af te wijzen voor de informatie, analyses en beoordelingen in de studie die zij publiceren; bovendien horen zij in het begin van elke studie te vermelden in welke mate zij de gegevens waarop die steunt, op hun juistheid hebben getoetst;
- studies van analisten die zijn verbonden met een lead-manager, een bemiddelaar-adviseur of een lid van het plaatsingsconsortium, mogen niet aan het publiek noch aan de pers worden vrijgegeven vooraleer het prospectus is openbaar gemaakt en moeten uitdrukkelijk vermelden dat er een prospectus bestaat en hoe dit kan worden verkregen; aan particulieren en aan de pers mogen zij trouwens enkel samen met het prospectus worden bezorgd;

De Commissie is bovendien van oordeel dat zij:

- bemiddelaars en emittenten moet aanbevelen om zich niet strikt te houden aan de reglementaire termijnen voor de verkrijgbaarstelling van het prospectus, zodat het beleggerspubliek meer tijd zou worden gegund om zich met kennis van zaken een oordeel te vormen over de voorgestelde verrichting, en om er voor te zorgen dat er ten minste drie werkdagen liggen tussen de effectieve verkrijgbaarstelling en de aanvang van de verrichting;
- in het algemeen de lead-managers moet aanbevelen om de gegevens te toetsen waarop zij steunen om een prospectus op te stellen;
- bemiddelaars en emittenten moet stimuleren om de voorstelling en de opstelling van het prospectus te verbeteren en zodoende vlotter leesbaar te maken, alsook om een samenvatting van het prospectus te publiceren.

*

* *

II. Verdeelsleutels bij overinschrijving op een openbaar bod

1. Context

Bij een aantal recente, zeer succesrijke verrichtingen kon aan de vraag niet volledig worden voldaan en moest men met verdeelsleutels werken.

Voor de verdeling zorgen de lead-managers en als de emittent in het prospectus eventueel de wens heeft uitgedrukt kleine orders van particulieren te bevoordelen, dan houden zij daar meestal rekening mee, alsook met de kwantiteit en de kwaliteit van de ingebrachte inschrijvingen en het volume effecten per post.

De leden van het consortium maken in beginsel wel een onderscheid tussen de orders van particulieren en die van institutionelen, om zo de werking van de secundaire markt gezond te houden. Daarom bedient men de institutionelen in ruimschoots voldoende mate, om hen ertoe aan te zetten de rest van de gevraagde hoeveelheid op de beursmarkt op te nemen. Krijgen zij te weinig effecten, dan gaan zij die inderdaad meestal snel verkopen, waardoor zij een koperstrend uitlokken die de markt moeilijk kan verwerken. De procentuele vermindering voor vragen van institutionelen schommelt meestal naar gelang van hun grootte en de mate waarin de gevraagde hoeveelheid al dan niet overdreven is.

2. Problemen

Bij sommige verdelingen zijn een aantal problemen gerezen:

- 1) men stelt vast dat particulieren die cliënt zijn bij leden van het consortium, meestal veel beter bediend worden dan cliënten van andere financiële bemiddelaars;
- 2) de verdeelsleutels worden, rekening houdend met de einddatum van het bod, soms vrij laat medegedeeld, in één geval zelfs pas enkele uren vóór de eerste notering van het effect, waardoor sommige beleggers niet konden deelnemen aan de beurstransacties; dergelijke verdeelsleutels zijn trouwens niet altijd duidelijk;
- 3) het prospectus bevat bitter weinig informatie over de verdeelsleutels bij overinschrijving.

In verband met het eerste probleem is het zo, dat het volgens de meeste lead-managers onmogelijk is een identieke verdeling te waarborgen tussen de orders van particulieren

ingediend bij loketbanken, en die ingediend bij andere financiële instellingen, omdat zij op geen enkele wijze kunnen nagaan in hoever de gegevens van andere bemiddelaars kloppen. Men stelt inderdaad vast dat sommige bemiddelaars, gelet op hun grootte en hun courant activiteitsvolume, aan de loketbanken orders buiten verhouding doorgeven (hetzij in aantal, hetzij in volume). Andere bemiddelaars wensen dan weer van de ontvangen orders geen uitsplitsing te geven per segment.

Oorzaak daarvan is de concurrentie tussen de bemiddelaars: daardoor zijn zij immers geneigd hun cliëntenkring niet prijs te geven aan de concurrenten en bijgevolg enkel een anonieme bestelling door te geven aan de loketbanken, zonder ook maar enige controlemogelijkheid.

3. Conclusie

De Commissie voor het Bank- en Financiewezen is van oordeel dat over het probleem van de verdeelsleutels moet worden aangepakt wat transparantie en informatie betreft. De huidige werkwijze van bemiddelaars in België is in haar geheel nogal duister en dat leidt tot talrijke frustraties, zowel bij de bemiddelaars die geen lid zijn van het consortium als bij de beleggers. Hier zijn in verschillende opzichten verbeteringen mogelijk.

Zo moet in het prospectus zo nauwkeurig mogelijk worden aangegeven hoe de effecten worden toegewezen bij overinschrijving en hoelang het zal duren vooraleer die verdeling wordt bekend gemaakt.

Een loutere vermelding in het prospectus dat de emittent voornemens is kleine orders van particulieren voorrang te geven, volstaat niet. Voor een betere informatie naar het publiek toe is het in elk geval wenselijk in het prospectus ook aan te geven dat de aanvragen ingediend bij leden van het consortium, normaal gezien beter worden bediend dan de aanvragen ingediend bij andere bemiddelaars, en aan te duiden welke de ultieme datum is waarop de resultaten van de verdeling worden bekendgemaakt.

Transparantie is ook a posteriori noodzakelijk, door de publicatie van de toegepaste verdeelsleutels en het precieze resultaat daarvan, alsook, in voorkomend geval, door een controle door een derde op die verdeelsleutels en hun toepassing.