

Alternext Amsterdam: een niet-gereguleerde markt voor small- en midcaps

Mr. J.P. Franx , actueel tot 14-09-2006

| | |
|---------------|----------------------------------|
| Actueel tot | 14-09-2006 |
| Auteur | Mr. J.P. Franx i |
| Vakgebied(en) | Ondernemingsrecht (V) |

De auteur bespreekt een nieuwe markt voor de verhandeling van effecten, uitgegeven door kleine en middelgrote ondernemingen, door Euronext eind mei 2006 gelanceerd onder de naam Alternext Amsterdam. Deze markt is niet een gereguleerde markt in de zin van de Investment Services Directive (ISD). Aandacht wordt onder meer besteed aan de vraag wat dit betekent voor het al dan niet van toepassing zijn van diverse (effectenrechtelijke) regelgeving.

1 Inleiding

Met een persbericht van 30 mei 2006 heeft Euronext Amsterdam een nieuwe markt voor de verhandeling van effecten uitgegeven door kleine en middelgrote ondernemingen gelanceerd. Deze markt luistert naar de naam Alternext Amsterdam. In navolging van onder meer Engeland, Frankrijk en Luxemburg komt Euronext daarmee tegemoet aan de ook in Nederland bestaande behoefte aan een niet-gereguleerde markt voor verhandeling van effecten uitgegeven door kleine en middelgrote ondernemingen. Dergelijke markten onderscheiden zich van gereguleerde markten in de zin van art. 1 sub 13 van de Richtlijn Beleggingsdiensten (*Investment Services Directive of ISD*) [1](#) of art. 4 lid 1 sub 14 van de Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten (*Markets in Financial Instruments Directive of MiFID*), [2](#) de opvolger van de ISD, voornamelijk doordat bij gereguleerde markten kwaliteitscontrole op tot de handel toegelaten effecten wordt uitgeoefend en bij niet-gereguleerde markten in mindere mate. [3](#) Door de minder strenge eisen die een niet-gereguleerde markt stelt is het voor kleine en middelgrote ondernemingen gemakkelijker om notering te verkrijgen. Een modieuze term voor effectenmarkten die niet gereguleerd zijn in de zin van de ISD en de MiFID is 'exchange regulated markets'. Onder de MiFID, die naar verwachting begin 2007 in de Nederlandse regelgeving zal worden geïmplementeerd, zal Alternext Amsterdam kwalificeren als een *Multilateral Trading Facility of MTF*. [4](#)

Alternext Amsterdam wordt nu onder de bestaande beurserkenning van Euronext N.V. en Euronext Amsterdam N.V. ex art. 22 Wte 1995 gebracht. Dit betekent dat Alternext Amsterdam te zijner tijd bij implementatie van de MiFID de status van vergunninghoudende MTF zal krijgen, mits Euronext als beurshouder daartoe tijdig een verzoek indient en Alternext Amsterdam voldoet aan de maatstaven voor MTF's neergelegd in titel II MiFID. [5](#) Hierdoor wordt Alternext bespaard dat het te zijner tijd een volledige MTF-vergunningaanvraag moet doorlopen.

Alternext Amsterdam gaat onder meer concurreren met de in 1995 opgerichte Alternative Investment Market (AIM) in Londen. Deze eveneens niet-gereguleerde markt telde in juni 2006 meer dan 1500

genoteerde fondsen en is commercieel een groot succes. AIM trekt ook noteringen uit het Euronext-territorium aan. Ondanks het grote aantal potentieel te noteren fondsen, is succes van Alternext Amsterdam niet op voorhand gegarandeerd. Het streven om in Amsterdam een volwassen handelsplatform voor kleine en middelgrote ondernemingen te creëren kent inmiddels een geschiedenis van meer dan twintig jaar met als mijlpalen oprichting van de parallelmarkt (1982) en oprichting van NMAX (1997) die in 2001 is overgegaan in Euro.NM Amsterdam. De parallelmarkt heeft gekampt met een imago-probleem; NMAX en Euro.NM Amsterdam zijn er niet in geslaagd al te veel noteringen aan te trekken. [6] De uitdaging voor Euronext is derhalve, om met Alternext een wezenlijk nieuw begin te maken. Teneinde dit te bewerkstelligen, heeft Euronext op twee belangrijke punten zijn koers gewijzigd in vergelijking met de Euro.NM-markt. Wat betreft de kwaliteit van de te noteren fondsen, richt men zich niet langer op startende bedrijven, maar uitsluitend op 'gezonde, bestaande bedrijven die op zoek zijn naar kapitaal om verdere groei te financieren'. Wat betreft de hoeveelheid te noteren ondernemingen zal Alternext zich richten op alle sectoren, terwijl men zich in het verleden vooral op de technologiesector concentreerde. [7]

Hieronder zal op de punten waar dit interessant is een korte vergelijking tussen Alternext Amsterdam en andere markten worden gemaakt. Op deze plaats constateer ik reeds dat het voor Alternext Amsterdam geldende reglement 'lichter' lijkt te zijn dan het Reglement Bijzondere Noteringsvereisten Euro.NM Amsterdam. [8] Het Reglement Alternext Amsterdam legt namelijk op beknopte wijze de voor Alternext Amsterdam geldende regels vast, zonder dat daarnaast het Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market (Rulebook II) of het geharmoniseerde Euronext Rulebook I van toepassing wordt verklaard. Het summiere Alternext regime komt dus 'in plaats van' en niet 'bovenop' het algemene regime van Euronext voor toelating tot de handel en doorlopende verplichtingen van toegelaten ondernemingen. Bij Euro.NM Amsterdam was van een dergelijke cumulatie van reglementen wel sprake, waardoor het geheel een nogal overgereguleerde indruk maakte. Alternext Amsterdam oogt wat dit betreft 'vriendelijker'. [9][10]

2 Listing sponsor

2.1 Wie kan listing sponsor zijn?

In het reglement van Alternext Amsterdam wordt voorzien in een figuur die ons per 1 juli 2005 met het vervallen van het Reglement Procedure Beursnotering was komen te ontvallen: de sponsor, thans voor Alternext omgedoopt tot listing sponsor. [11] Zonder listing sponsor kan geen notering worden aangevraagd. Alleen rechtspersonen kunnen listing sponsor worden. Om te kwalificeren als listing sponsor op Alternext moet gedurende twee jaar (i) een track-record zijn opgebouwd in de advisering van ondernemingen met betrekking tot kapitaalstructuur, strategie en M&A-transacties en (ii) betrokkenheid zijn geweest bij aandelentransacties waarvoor een 'informatiedocument' is opgesteld. [12] Naast de investment bank divisies van de grootbanken zullen in Nederland slechts enkele gespecialiseerde M&A- en corporate finance adviesbureaus als listing sponsor in aanmerking komen.

2.2 Due diligence

Anders dan in het voormalige Reglement Procedure Beursnotering is er in het Alternext Reglement voor gekozen om de listing sponsor geen due diligence-verplichting op te leggen. Deze verplichting in het Reglement Procedure Beursnotering werd door marktpartijen nogal eens als knellend ervaren. Wel

bepaalt het Alternext Reglement (art. 2.2) dat de listing sponsor, bij afwezigheid van een door de bevoegde toezichthouder goedgekeurd prospectus, schriftelijk aan Euronext Amsterdam dient te bevestigen dat een informatiedocument voorhanden is dat alle informatie bevat die nodig is om beleggers in staat te stellen een goed geïnformeerde beoordeling van de financiële toestand en de vooruitzichten van de uitgevende instelling te maken. ^[13] Ondanks het feit dat deze schriftelijke verklaring aan Euronext, en niet aan het belegend publiek is gericht ^[14] en ondanks het ontbreken van een uitdrukkelijke due diligence-verplichting in het Alternext Reglement, kan naar mijn mening niet gesteld worden dat de aansprakelijkheidsrisico's van het optreden als listing sponsor kleiner zouden zijn dan de risico's die een sponsor onder het voormalige Reglement Procedure Beursnotering liep. Immers, indien de listing sponsor betrokken is bij openbaarmaking van het informatiedocument en dit document blijkt onjuistheden of onvolledigheden te bevatten, is er het risico van aansprakelijkheid van de listing sponsor wegens het doen van misleidende mededelingen ex art. 6:194 BW e.v. Teneinde een dergelijke aansprakelijkstelling te vermijden of althans een adequaat verweer daartegen te kunnen voeren, zal de listing sponsor toch due diligence moeten verrichten met betrekking tot de uitgevende instelling, ook al voorziet het Reglement Alternext Amsterdam daarin niet. ^[15] Op dezelfde lijn ligt ook de bepaling van art. 2.1 Reglement Alternext Amsterdam, op grond waarvan Euronext mag verlangen dat partijen die toestemming vragen om als listing sponsor op te treden, een adequate aansprakelijkheidsverzekering hebben afgesloten, met name in verband met hun rol bij het voorbereiden van informatiedocumenten. Zoals gezegd, hoeft de listing sponsor de schriftelijke verklaring op de kwaliteit van het informatiedocument uitsluitend aan Euronext Amsterdam te geven indien *geen* sprake is van een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus. Deze regel is opmerkelijk, aangezien hij lijkt uit te gaan van de gedachte dat een goedgekeurd prospectus per definitie een kwalitatief beter document is dan een niet goedgekeurd (vormvrij) informatiedocument. Deze gedachte komt mij niet juist voor. Een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus zal weliswaar wat betreft het aantal bestreken onderwerpen en de mate van detail tamelijk volledig zijn, aangezien de toezichthouder toetst aan de zeer gedetailleerde bijlagen bij de Europese Prospectusverordening. ^[16] Echter, de betrouwbaarheid van prospectusinformatie is afhankelijk van de kwaliteit van het voorafgaande due diligence-onderzoek. De toezichthouder heeft niet de beschikking over onderliggende stukken en verricht geen due diligence. Dat is de verantwoordelijkheid van de listing sponsor. Het systeem van het Amsterdamse reglement ^[17] zou ertoe kunnen leiden dat de listing sponsor als gevolg van de door hem aan Euronext af te geven verklaring, onder een hogere due diligence-druk komt te staan in transacties met een vormvrij informatiedocument dan in transacties met een goedgekeurd prospectus, hetgeen onwenselijk lijkt te zijn. Afgewacht zal moeten worden hoe de praktijk zich in deze zal ontwikkelen. Het is overigens de vraag hoe frequent een notering aan Alternext gepaard zal gaan met een vormvrij informatiedocument. In de meeste gevallen zal een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus zijn vereist. Op de prospectusplicht zal nader worden ingegaan in par. 4.

2.3 Doorlopende verplichtingen van de listing sponsor

Behalve het assisteren van de uitgevende instelling bij voorbereiding van haar IPO en het (gezamenlijk met de uitgevende instelling) indienen van de noteringsaanvraag, is een belangrijke taak van de listing sponsor om de uitgevende instelling gedurende ten minste twee jaar na de IPO te begeleiden en te adviseren ('guide and council') bij het nakomen van haar doorlopende (informatie)verplichtingen jegens de markt. Het betreft hier niet slechts het tijdig publiceren van jaarcijfers en halfjaarcijfers, maar ook het nakomen van de verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie. De listing sponsor dient zich op dit punt proactief op te stellen en contact op te nemen met zowel de uitgevende instelling als met

Euronext, indien hij waarneemt dat eerstgenoemde haar informatieverplichtingen niet nakomt. Het toezien door een listing sponsor op tijdige publicatie door de uitgevende instelling van jaarcijfers en halfjaarcijfers lijkt mij mogelijk; het toezien op tijdige publicatie van koersgevoelige informatie niet, althans niet zonder dat de listing sponsor gedurende twee jaar na de IPO op min of meer doorlopende basis in een due diligence-proces met betrekking tot de uitgevende instelling verwickeld blijft. Dit laatste zou, zeker voor de aan Alternext te noteren kleine en middelgrote ondernemingen, een buitengewoon kostbare zaak zijn en kan niet de bedoeling zijn geweest van de schrijvers van het reglement. De listing sponsor zal aan de uitgevende instelling uitleg moeten geven omtrent de verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie en in concrete situaties vragen van de uitgevende instelling daarover moeten beantwoorden, maar daar houden de verplichtingen van de listing sponsor op dit punt naar mijn mening op. Het ontbreken van een nog verdergaande proactiviteit van de listing sponsor zou niet als onrechtmatig jegens beleggers gekwalificeerd mogen worden.

Een argument voor uitleg van de verplichtingen van de Amsterdamse listing sponsor in deze beperkte zin volgt mogelijk uit vergelijking met de parallelbepaling van het Reglement Alternext Parijs. Dit reglement heeft als basis voor het Amsterdamse reglement gediend. Art. 2.2 Reglement Alternext Parijs belast de listing sponsor gedurende twee jaar na notering 'with permanently ensuring that the Issuer meets its periodic disclosure requirements and makes its mandatory ad hoc disclosures in timely fashion'. Met name het gebruik van het werkwoord 'ensure' geeft deze verplichting van de Parijse listing sponsor enigszins de kleur van een resultaatsverbintenis. Met de formulering dat de listing sponsor 'shall guide and council the Issuer (...) with respect to issues concerning the listing, including requirements on disclosing price sensitive information' lijkt art. 2.2 Reglement Alternext Amsterdam bewust van de strenge Parijse formulering af te wijken. Het Amsterdamse systeem komt mij werkbaarder voor dan het Parijse.

2.4 'Klikplicht' listing sponsor?

Wat staat de listing sponsor te doen indien de uitgevende instelling na aanvang van de notering zijn (informatie)verplichtingen niet nakomt? Twee dingen, volgens hetzelfde art. 2.2 Reglement Alternext Amsterdam: (i) de uitgevende instelling 'tot de orde roepen' en het voor reparatie noodzakelijke advies geven, [\[18\]](#) en (ii) tegelijkertijd Euronext Amsterdam informeren over 'the nature of the failure and the measures taken in response thereto'. Met name laatstgenoemde verplichting van de listing sponsor zal zijn relatie met de uitgevende instelling in bepaalde omstandigheden onder druk kunnen zetten, in het bijzonder wanneer de uitgevende instelling zijn verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie niet (tijdig) naleeft [\[19\]](#) en dit de listing sponsor, al dan niet toevallig, ter ore komt. Er lijkt dan een soort 'klikplicht' voor de listing sponsor te ontstaan, die aanzienlijk verdergaat dan de 'klikplicht' van art. 47c Wte 1995. Laatstgenoemde bepaling voorziet immers slechts in een meldingsplicht voor effecteninstellingen aan de AFM van (opdrachten tot) *transacties* met gebruik van voorwetenschap of resulterend in marktmanipulatie, terwijl de listing sponsor onder het Reglement Alternext Amsterdam een meldingsplicht aan Euronext zou hebben van het *nalaten van tijdige publicatie* van voorwetenschap. De oorsprong van deze verdergaande meldingsplicht is vermoedelijk wederom de gelijklopende regeling van art. 2.2 Reglement Alternext Parijs. Dat doet echter niet af aan de vraag waarom de Alternext-reglementen een belangrijke stap verdergaan dan de Richtlijn Marktmissbruik, [\[20\]](#) die niet in een dergelijke meldingsplicht voorziet. Het is voor een behoorlijke vervulling van de begeleidende en adviserende taken van de listing sponsor (en daarmee indirect voor het functioneren van Alternext als markt) essentieel dat hij een open communicatie met de uitgevende instelling heeft. De meldingsplicht kan hierop een ondermijnende invloed hebben. Indien de door het reglement beoogde praktijk een

andere is dan de in het voorgaande gevreesde, zou een tekstuele aanpassing van art. 2.2 op dit punt wenselijk zijn.

2.5 Beëindiging relatie

Art. 7.3, het slotartikel van het reglement, gaat uit van de mogelijkheid dat een listing sponsor zijn dienstverlening aan de uitgevende instelling beëindigt. Het artikel bepaalt dat de uitgevende instelling dan twee maanden de tijd heeft (uitzonderlijke omstandigheden daargelaten) om een andere listing sponsor te vinden. Aangenomen mag worden dat een nieuwe listing sponsor alleen vereist is om de periode van twee jaar na ingang van de notering vol te maken, waarin begeleiding door een listing sponsor een reglementair vereiste is (zie par. 2.3 hierboven). Wat de situatie is als de uitgevende instelling (bijvoorbeeld wegens reputatieverlies) niet in staat is een nieuwe listing sponsor te vinden, vermeldt het reglement niet. De gebruikelijke noteringsmaatregelen tegen de uitgevende instelling waarin art. 7.2 van het reglement voorziet (waarschuwingsbrief, boete, schorsing of beëindiging van de notering) lijken in dat geval niet op hun plaats te zijn.

Listing sponsors doen er goed aan om in hun overeenkomst met de uitgevende instelling de gronden voor en het mechanisme van eenzijdige beëindiging zo concreet mogelijk te omschrijven, in het bijzonder waar het situaties betreft waarin de uitgevende instelling zijn (informatie)verplichtingen niet naleeft.

3 Toelatingscriteria

Naast het hebben van een listing sponsor die samen met de uitgevende instelling de noteringsaanvraag indient, voorziet par. 3 van het Alternext Amsterdam Reglement in een aantal voorwaarden en procedures voor toelating tot de handel, waarvan ik de belangrijkste hieronder de revue laat passeren.

3.1 Aandelen en obligaties beide toelaatbaar

In art. 1.1 van het Alternext Amsterdam Reglement wordt bepaald dat het doel van Alternext is 'to organise the admission to listing of equity and debt securities (...)'. Wij stuiten hier op een opvallend verschil met Euro.NM Amsterdam, waarvan het reglement (art. 6) bepaalt dat niet-converteerbare obligaties niet voor toelating in aanmerking komen. Voor Alternext geldt deze beperking derhalve niet. Overigens is het taalgebruik in het Alternext Reglement in deze niet geheel consistent. In art. 3.2 wordt bijvoorbeeld bepaald dat 'admission to listing is contingent on *shares* (cursivering, JPF) being in public hands'. Is hier inderdaad slechts sprake van inconsistent taalgebruik of beoogt het reglement toch de situatie te vermijden dat een uitgevende instelling uitsluitend obligaties aan Alternext Amsterdam laat noteren zonder gelijktijdig of daaraan voorafgaand aandelen in de notering te hebben gebracht?

3.2 Financiële track-record

De uitgevende instelling moet haar jaarrekening met betrekking tot de twee jaren voorafgaand aan de noteringsaanvraag hebben gepubliceerd, 'tenzij anders bepaald' (naar ik aanneem door Euronext, JPF). Dit zogenaamde track-record vereiste lijkt in twee opzichten soepeler te zijn dan het track-record vereiste dat gold voor Euro.NM Amsterdam. Laatstgenoemde markt kende immers een track-record vereiste van drie jaar waarvan slechts ontheffing kon worden verleend indien in het prospectus een kwantitatief vooruitzicht van de uitgevende instelling werd opgenomen en aan zittende aandeelhouders

een lock-up verplichting werd opgelegd. In het nieuwe Alternext Amsterdam Reglement is niet alleen de periode waarover een track-record gevormd moet zijn een jaar korter, maar is bovendien de ontheffingsmogelijkheid niet aan voorwaarden onderworpen. [\[21\]](#)

3.3 Spreiding van aandelenbezit

Art. 3.2 Alternext Reglement bepaalt onder meer: 'admission to listing is contingent on shares being in public hands'. Ik attendeerde er reeds op dat hier het woord 'shares' wordt gebruikt, hetgeen de vraag oproept of toelating tot Alternext Amsterdam van uitsluitend obligaties van de uitgevende instelling wel mogelijk is.

Het reglement bepaalt dat een fonds op twee wijzen geïntroduceerd kan worden op Alternext Amsterdam: door middel van een aanbieding aan het publiek voor ten minste € 2,5 miljoen of door middel van een private placement voor ten minste € 5 miljoen in de twee voorafgaande jaren. In het geval van een private placement moeten de effecten [\[22\]](#) van de uitgevende instelling direct voorafgaand aan notering in handen zijn van ten minste vijf partijen die niet anderszins gelieerd zijn aan de uitgevende instelling. In vergelijking met Euro.NM Amsterdam betekent dit toelatingscriterium een verzwaring. Krachtens art. 3 lid 2 Reglement Bijzondere Noteringsvereisten Euro.NM Amsterdam moest van het te noteren fonds ten minste € 1 miljoen effectief voor verhandeling beschikbaar zijn. Als gevolg van deze verzwaring zal de minimum free float aan Alternext meer volume hebben, hetgeen gunstig is voor de liquiditeit.

4 Prospectusplicht

Alternext Amsterdam is een niet-gereguleerde markt. Toelating van effecten tot de handel op een niet-gereguleerde markt brengt op zich niet de verplichting tot publicatie van een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus met zich. Zoals uit het navolgende zal blijken, kan aan Alternext Amsterdam een professioneel en een publiek handelssegment worden onderscheiden. Toelating van effecten tot het publieke handelssegment zal doorgaans worden voorafgegaan door een aanbieding van deze effecten aan het publiek. Door het doen van een dergelijke aanbieding is op grond van art. 3 lid 1 Wte 1995 een door de bevoegde toezichthouder goedgekeurd prospectus vereist. Langs deze weg zal bij een IPO aan Alternext Amsterdam in veel gevallen toch sprake zijn van een goedgekeurd prospectus dat voldoet aan de inhoudelijke vereisten van Verordening nr. 809/2004/EG. Toelating tot het professionele handelssegment zal doorgaans worden voorafgegaan door een onderhandse plaatsing (private placement) van de betreffende effecten aan professionele marktpartijen in de zin van art. 1a lid 3 Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995. Deze private placement is niet prospectusplichtig op grond van art. 1c lid 1a Vrijstellingsregeling Wte 1995 en de daaropvolgende toelating tot de handel aan Alternext Amsterdam als niet-gereguleerde markt is evenmin prospectusplichtig. Op deze wijze kan introductie plaatsvinden zonder dat een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus nodig is en kan volstaan worden met een vormvrij informatiedocument, waarop de listing sponsor aan Euronext een verklaring afgeeft (zie hierboven par. 2.2).

Niet geheel duidelijk is in hoeverre toelating tot de handel aan het *publieke* segment mogelijk is langs de weg van een voorafgaande private placement aan professionele marktpartijen. Art. 3.2 van het reglement bepaalt dat in geval van een private placement de effecten onmiddellijk voorafgaand aan notering gehouden moeten worden door ten minste vijf (niet aan de uitgevende instelling gelieerde)

personen. De vraag is of spreiding van de effecten over vijf personen eveneens voldoende is voor toelating tot de handel aan het publieke segment. Het Reglement Alternext Amsterdam, dat geen duidelijk onderscheid maakt tussen het professionele en het publieke segment, geeft op dergelijke vragen geen antwoord. Mocht het antwoord op de vraag echter bevestigend zijn, dan lijkt er een route open te liggen voor toelating van effecten tot de handel aan het publieke segment zonder dat een door de toezichthouder goedgekeurd prospectus vereist is. Immers, noch de voorafgaande private placement aan professionele marktpartijen, noch de notering aan Alternext Amsterdam als niet-gereguleerde markt is prospectusplichtig. Het beleggend publiek zou dan in de secundaire markt effecten kunnen verwerven waarvoor geen door de toezichthouder goedgekeurd prospectus gepubliceerd is. Art. 3.4 van het reglement voorziet in een verlicht prospectusregime voor uitgevende instellingen die reeds zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de Europese Economische Ruimte, dan wel tot een van de markten vermeld in annex 2 bij het reglement. ^[23] Ik neem aan dat het hier ofwel gaat om uitgevende instellingen die hun eerdere notering aan een andere markt willen vervangen door een notering aan Alternext Amsterdam ofwel, onder handhaving van hun eerdere notering elders, een tweede notering aan Alternext Amsterdam wensen. Art. 3.4 bepaalt dat in dergelijke gevallen het informatiedocument bij introductie beperkt kan blijven tot het laatste jaarverslag, de laatste twee jaarrekeningen (in bepaalde gevallen met interimcijfers), een 'cash position statement', gegevens over de koers van de effecten en een opsomming van openbaargemaakte informatie gedurende het laatste jaar. Aangenomen dient echter te worden dat dit aanzienlijk lichtere prospectusregime uitsluitend van toepassing is indien de notering aan Alternext Amsterdam niet gepaard gaat met enige aanbieding van effecten aan het publiek. In dat geval is immers het regime van art. 3 lid 1 Wte 1995 in volle omvang van toepassing (zie noot 21).

5 Doorlopende verplichtingen van de uitgevende instelling

Voor het bepalen van de doorlopende verplichtingen van uitgevende instellingen is allereerst van belang om vast te stellen hoe Alternext Amsterdam zich verhoudt tot de criteria die bepalend zijn voor het al dan niet van toepassing zijn van de belangrijkste wettelijke informatieverplichtingen:

- Alternext Amsterdam is geen gereguleerde markt onder de ISD;
- Alternext Amsterdam is wel een op grond van art. 22 Wte 1995 erkende effectenbeurs;
- aan Alternext Amsterdam zullen verhandelbare aandelen en obligaties genoteerd zijn, zijnde effecten in de zin van art. 1a sub *d* Bte 1995 ('Bte-effecten').

Uit het voorgaande volgt reeds dat de informatieverplichtingen van art. 6a Bte 1995 (jaarlijks informatiedocument) en art. 6b jo. 7-9 Bte 1995 (verplichting tot publicatie van financiële en koersgevoelige informatie voor het buitenbeurssegment en voor instellingen genoteerd aan buitenlandse effectenbeurzen) niet van toepassing zijn. Tevens is de Europese Transparantierichtlijn ^[24] niet van toepassing. Dit laatste betekent onder meer dat instellingen genoteerd aan Alternext Amsterdam niet verplicht zullen zijn om twee keer per boekjaar een tussentijdse bestuursverklaring over belangrijke gebeurtenissen en financiële ontwikkelingen te publiceren. ^[25] Welke doorlopende verplichtingen hebben uitgevende instellingen genoteerd aan Alternext Amsterdam wél?

5.1 Financiële informatie

Op grond van art. 4.2 van het reglement dient de uitgevende instelling binnen vier maanden na afloop van het boekjaar het jaarverslag en de gecontroleerde jaarrekening te publiceren met daarbij een 'management discussion and analysis'. De termijn van vier maanden betekent een verzwaring ten opzichte van art. 2:101 BW, dat de verplichting oplegt om binnen vijf maanden na afloop van het boekjaar een jaarrekening op te maken en voor aandeelhouders ter inzage te leggen. ^[26] De verplichting tot publiceren die het reglement oplegt houdt in ieder geval in publicatie op de website van de uitgevende instelling zelf en op die van Alternext. Voor de verplichting tot 'openbaarmaking' van de jaarrekening door deponering bij het Handelsregister blijven de wettelijke termijnen van art. 2:394 BW gelden, dat wil zeggen in het uiterste geval niet langer dan dertien maanden na afloop van het boekjaar. Een belangrijk gegeven is, dat notering aan Alternext Amsterdam voor de uitgevende instelling niet tot de verplichting leidt tot het opmaken van de geconsolideerde jaarrekening conform *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. De IAS-Verordening ^[27] legt deze verplichting immers alleen op aan uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van de ISD. Dit kan voor uitgevende instellingen, afhankelijk van de aard van de onderneming, een belangrijk argument zijn om voor Alternext te kiezen.

Zoals gezegd, dienen de jaarstukken vergezeld te gaan van een 'management discussion and analysis'. Hoe zwaar deze verplichting drukt, zal afhangen van de eisen die aan deze zogenaamde MD&A zullen worden gesteld. Het reglement beschrijft deze eisen niet. Wij kennen de MD&A reeds als een belangrijk onderdeel van aandelenprospectussen. De Prospectusverordening (nr. 809/2004/EG) geeft in bijlage I sub 9 enkele globale richtlijnen voor de MD&A (aldaar genoemd: 'operating and financial review') in een aandelenprospectus. De MD&A in het prospectus is doorgaans een zeer gedetailleerde analyse van ontwikkelingen aan de hand van historische financiële informatie en blijkt in de praktijk altijd een bewerkelijk en tijdrovend onderdeel van het prospectus te zijn. Aangenomen mag worden dat aan de door het reglement vereiste MD&A bij de jaarstukken niet dezelfde eisen zullen worden gesteld. De uitgevende instelling dient in de vier maanden na afloop van het tweede kwartaal halfjaarcijfers te publiceren. Publicatie van kwartaalcijfers wordt door het reglement niet vereist.

5.2 Wet Marktmisbruik

Art. 4.3 van het Reglement Alternext Amsterdam legt aan uitgevende instellingen de verplichting op om koersgevoelige informatie openbaar te maken. Daarnaast dient er van te worden uitgegaan dat hoofdstuk XII ('Marktmisbruik') van de Wte 1995 in volle omvang toepasselijk is op Alternext Amsterdam vanwege de opgerekte definitie van 'gereguleerde markt' in art. 45a Wte 1995. Op grond van die bepaling is het wettelijke marktmisbruik-regime immers niet alleen van toepassing op gereguleerde markten in de zin van de ISD, ^[28] maar ook op effectenbeurzen, niet zijnde een gereguleerde markt, waarvan de houder ingevolge art. 22 Wte 1995 een erkenning heeft verkregen. In deze laatste categorie valt Alternext Amsterdam (zie par. 1).

De verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie die het reglement in art. 4.3 oplegt en de mogelijkheid om publicatie in bepaalde gevallen uit te stellen, is voor een groot deel een vrij nauwkeurige Engelse vertaling van de relevante delen van de art. 46 lid 4, 47 lid 1 en 47 lid 3 Wte 1995. Er lijken echter toch enkele afwijkingen te zijn ingeslopen, waardoor de verplichtingen van het reglement enigszins lichter lijken te zijn uitgevallen dan de wettelijke verplichtingen. Ik noem de punten die mij in dit verband het meest zijn opgevallen. Waar art. 47 lid 1 Wte 1995 bepaalt dat koersgevoelige informatie 'onverwijld' openbaar moet worden gemaakt, bepaalt art. 4.3 van het Reglement dat dit 'as soon as possible' dient te gebeuren. Het Reglement lijkt hier meer ruimte te bieden dan de wet. Waar art. 46 lid 4 Wte 1995 als bestanddeel van voorwetenschap bepaalt dat het om informatie moet gaan waarvan

openbaarmaking significante invloed ' *zou kunnen hebben*' op de koers van de effecten, bepaalt art. 4.3 van het Reglement dat het om informatie moet gaan die bij openbaarmaking ' *would be likely* to have a significant effect on the prices of those securities'. Het woord ' *likely*' introduceert een element van waarschijnlijkheid, dat in de wettelijke definitie van voorwetenschap ontbreekt.

Zoals gezegd is het wettelijk regime van marktmisbruik in volle omvang van toepassing. Dit betekent dat naast het verbod van gebruik van voorwetenschap en de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 46 en 47 Wte 1995) met name eveneens van toepassing zijn (met verwijzing naar de betreffende bepalingen van de Wte 1995): het tipverbod (art. 46a), het verbod van marktmanipulatie (art. 46b), de meldingsplicht van bestuurders, commissarissen en andere leidinggevenden van hun aandelenbelang (art. 47a) en de verplichting tot het opstellen van een intern reglement (art. 47f). Gelet op het voorgaande is het opmerkelijk dat het Reglement Alternext Amsterdam slechts een afgezwakte variant van enkele onderdelen van de art. 46 en 47 Wte 1995 bevat. Uitgevende instellingen doen er derhalve goed aan niet blind te varen op art. 4.3 van het Reglement, maar om de wettelijke regeling van hoofdstuk XII Wte 1995 in het oog te houden.

Naleving van de regels inzake marktmisbruik op Alternext Amsterdam valt onder het toezicht van de AFM.

6 Melding zeggenschap

De Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (Wmz 1996) verplicht een ieder tot melding van zijn kapitaalbelang (of daarop uit te brengen stemrechten) in een naamloze vennootschap waarvan aandelen zijn toegelaten tot de *officiële notering* aan een in de EU gelegen effectenbeurs. Van officiële notering is sprake indien de genoteerde instrumenten en uitgevende instellingen voldoen aan de in Richtlijn nr. 2001/34/EG opgenomen voorwaarden. ^[29] Niet gepoogd is om Alternext Amsterdam aan die voorwaarden te laten voldoen, zodat niet gesproken kan worden van officiële notering. De Wmz 1996 is dan ook niet op Alternext Amsterdam van toepassing.

Het aanhangige wetsvoorstel voor de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen ^[30] (die de Wmz 1996 zal vervangen) verplicht tot melding van belangen en stemrechten in vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een *gereguleerde markt* in de zin van de MiFID. Zoals al eerder werd opgemerkt, is Alternext Amsterdam geen gereguleerde markt. Ook onder het nieuwe wettelijke regime zal derhalve geen meldingsplicht ontstaan van belangen in vennootschappen die aan Alternext Amsterdam zijn genoteerd. ^[31]

Art. 4.3 van het Reglement Alternext Amsterdam voorziet in een publicatieplicht voor uitgevende instellingen van gevallen waarin het kapitaalbelang of stemrecht van een aandeelhouder (of dat van meerdere gezamenlijk handelende aandeelhouders) de drempel van 50 of 95% in opwaartse of neerwaartse richting passeert. De uitgevende instelling moet dit publiceren binnen vijf werkdagen nadat zij van het feit op de hoogte is gekomen. Er is echter geen verplichting voor de aandeelhouder om de uitgevende instelling hiervan op de hoogte te stellen, waardoor de publicatieverplichting van relatieve waarde voor de transparantie van de markt lijkt te zijn.

7 Corporate governance

De Nederlandse Corporate governance code ^[32] is blijkens haar preambule van toepassing op

vennootschappen met statutaire zetel in Nederland en waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de *officiële notering* van een van overheidswege erkende effectenbeurs. Deze vennootschappen zijn verplicht om in hun jaarverslag mededeling te doen over de naleving van de Nederlandse Corporate governance code. ^[33] Aangezien in het geval van Alternext Amsterdam niet gesproken kan worden van officiële notering, zijn de Nederlandse Corporate governance code en de verplichting tot het doen van mededelingen hieromtrent in het jaarverslag niet van toepassing op vennootschappen die aan Alternext Amsterdam genoteerd zijn. Dit betekent een aanzienlijk grotere vrijheid van inrichting en een kleinere rapportagelast voor deze vennootschappen in vergelijking met vennootschappen die wel onder de code vallen.

8 Openbaar bod

De Overnamerichtlijn ^[34] bevat regels voor het uitbrengen van een openbaar bod op vennootschappen in de EU waarvan sommige of alle effecten zijn toegelaten tot de handel op een *gereguleerde markt* in de zin van de ISD. De Overnamerichtlijn had op 20 mei 2006 omgezet moeten zijn in nationale regelgeving. Nederland heeft deze deadline niet gehaald. Vanaf 20 mei 2006 tot het in werking treden van de implementatiewetgeving van de Overnamerichtlijn geldt de Tijdelijke vrijstellingsregeling overnamebiedingen. ^[35] Deze bewerkstelligt dat waar mogelijk toch per 20 mei 2006 uitvoering aan de Overnamerichtlijn wordt gegeven. Art. 2 sub *a* van de tijdelijke vrijstellingsregeling bepaalt dat een openbaar bod dat uitsluitend effecten betreft die zijn toegelaten tot de notering aan een ex art. 22 Wte 1995 erkende effectenbeurs *die geen gereguleerde markt in de zin van de ISD is*, is vrijgesteld van art. 6a lid 1 en 3 Wte 1995. Deze vrijstelling is relevant voor Alternext Amsterdam, dat immers wel een ex art. 22 Wte 1995 erkende effectenbeurs, maar geen gereguleerde markt is. Het voorgaande betekent onder meer dat voor een openbaar bod op een aan Alternext Amsterdam genoteerde vennootschap geen biedingsbericht nodig is dat aan allerlei inhoudelijke vereisten moet voldoen. Evenmin zal, na implementatie van de Overnamerichtlijn, sprake kunnen zijn van een wettelijke verplichting van een aandeelhouder met overwegende zeggenschap tot het uitbrengen van een openbaar bod. Juridische belemmeringen voor het optuigen van beschermingsconstructies zijn er niet. ^[36] Het is de vraag of het ontbreken van enige regelgeving met betrekking tot openbare biedingen op Alternext-vennootschappen wenselijk is.

9 Slotbeschouwing

Het beeld van Alternext Amsterdam dat uit het voorgaande naar voren komt is, vanuit de behoeften van de kapitaalmarkt gezien, in de eerste plaats positief. Het werd tijd dat - na onder meer Luxemburg, Engeland en Frankrijk - nu ook Nederland zijn niet-gereguleerde markt krijgt. Het Reglement Alternext Amsterdam voorziet in een licht, gebruikersvriendelijk regime en is ook voor de niet-jurist goed leesbaar. Met name het niet van toepassing zijn van IFRS, de Transparantierichtlijn en de Nederlandse Corporate governance code maakt Alternext Amsterdam als markt goed leefbaar voor kleine en middelgrote ondernemingen.

Er zijn echter ook enkele kritische opmerkingen te plaatsen.

- Het onderscheid tussen het professionele en het publieke handelssegment komt in het

reglement niet duidelijk naar voren. Evenmin is duidelijk in hoeverre via een private placement ook toegang tot het publieke segment verkregen kan worden. Als dit kan, dan zou daarvoor geen door de AFM goedgekeurd prospectus vereist moeten zijn (zie par. 4).

- De ratio van de door de listing sponsor aan Euronext Amsterdam af te geven verklaring op de kwaliteit van een niet door de AFM goedgekeurd informatiedocument is niet duidelijk (zie par. 2.2).
- Het reglement lijkt (waarschijnlijk geheel onbedoeld) een soort 'klikplicht' voor de listing sponsor te creëren indien hem blijkt dat de uitgevende instelling nalaat koersgevoelige informatie tijdig te publiceren (zie par. 2.4).
- De inhoudelijke eisen die het reglement aan de bij de jaarstukken te publiceren MD&A stelt zijn geheel opengelaten. Dit creëert vooralsnog onzekerheid. De MD&A-verplichting mag niet te zwaar op uitgevende instellingen gaan drukken (zie par. 5.1).
- In een enkel geval spiegelt het reglement verplichtingen rooskleuriger voor dan zij in werkelijkheid zijn onder het geldende wettelijke regime, dat natuurlijk prevaleert. Met name geldt dit voor de regels inzake marktmisbruik (zie par. 5.2).
- Hoe het ontbreken van regels inzake openbaar bod en beschermingsconstructies in de praktijk zal uitpakken, is vooralsnog onzeker.

Enkele van deze punten zullen door nadere uitleg en verstandige toepassing in de praktijk kunnen worden geredresseerd, voor andere zou aanpassing van het reglement duidelijkheidshalve de voorkeur verdienen.

Naast dit alles is echter op de eerste plaats van belang dat Alternext voor zowel uitgevende instellingen als beleggers financieel-economisch een succes wordt en daardoor een langer bestaan beschoren zal zijn dan NMAX en Euro.NM Amsterdam. Daarvoor is nodig dat Euronext bij het toelaten van ondernemingen tot Alternext [\[37\]](#) de kwaliteit hoog in het vaandel heeft staan.

Voetnoten

[\[*\]](#)

Mr. J.P. Franx is advocaat te Amsterdam.

[\[1\]](#)

Richtlijn nr. 93/22/EG (*PbEG* L 141).

[\[2\]](#)

Richtlijn nr. 2004/39/EG (*PbEU* L 145).

[\[3\]](#)

Zie K.W.H. Broekhuizen & W.A.K. Rank, 'Van ISD naar MiFID', *TvE* 2004, p. 167-173, meer specifiek p. 171 en C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht* (6de druk), 2006, p. 90-91 en noot 303.

[\[4\]](#)

Zoals gedefinieerd in art. 4 lid 1 sub 15 MiFID.

[\[5\]](#)

Zie de overgangsbepaling van art. 71 lid 5 MiFID. De vraag of nu reeds aan deze maatstaven wordt voldaan, zal in dit artikel niet worden onderzocht.

[\[6\]](#)

Zie voor een meer gedetailleerd overzicht van het verleden het artikel 'Euronext gaat op de kleintjes letten', *Het Financieele Dagblad* 15 april 2005, p. 14. Overigens was Euro.NM Amsterdam, in tegenstelling tot Alternext, wel een gereguleerde markt in de zin van art. 1 sub 13 ISD. Euro.NM Amsterdam is in april 2005 samen met de Officiële Markt als handelssegment vervangen door Eurolist (zie

Euronext Mededeling 2005-27).

[7]

Aldus Martine Charbonnier, directeur listing van Euronext, geciteerd in het in de vorige noot genoemde artikel.

[8]

Het Reglement Alternext Amsterdam (evenals de reglementen van Alternext Parijs en het eind mei gelanceerde Alternext Brussel) zijn te vinden op www.euronext.com/alternext/presentation/documentation.

[9]

Wel worden de hoofdstukken 4 (handelsregels), 8 (gedragsregels voor Euronext Members) en 9 (sanctionering van Members) van Euronext Rulebook I voor Alternext van toepassing verklaard. Met deze regels hebben de uitgevende instellingen echter niet direct te maken.

[10]

Uit de letterlijke tekst van Euronext Rulebook I, hoofdstuk 6 nr. 6102 en Rulebook II, Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market, nr. A-2101 zou nog kunnen volgen dat deze voor Eurolist geldende regels ook op Alternext Amsterdam van toepassing zijn. Navraag bij Euronext wees echter uit dat dit niet het geval is.

[11]

Voor enkele fondsen die ooit via Euro.NM Amsterdam zijn geïntroduceerd, is het mogelijk dat de sponsor tot op heden nog in functie is. De sponsor heeft daar ook een market maker functie (zie Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market, A-2402, waar de Sponsor aan Euro.NM Amsterdam verplicht wordt bied- en laatkoersen af te geven).

[12]

Art. 2.1 Reglement Alternext Amsterdam.

[13]

Op dit punt wijkt het Alternext Reglement af van het reglement van Alternext Parijs, waarvan art. 2.2 bepaalt: 'Absent a prospectus reviewed by the competent authority, the Listing Sponsor shall certify in particular, both to Euronext Paris and in the information document, that there are no material inaccuracies or omissions in the document.' Deze verklaring lijkt op het eerste gezicht wellicht iets 'zwaarder' te zijn, maar komt naar mijn mening min of meer op hetzelfde neer als de verklaring die de listing sponsor aan Alternext Amsterdam moet geven.

[14]

Art. 2.2 van het Reglement Euronext Parijs legt de listing sponsor de verplichting op om niet alleen aan Euronext, maar ook in het informatiedocument te verklaren 'that there are no material inaccuracies or omissions in the document'. Het Amsterdamse regime is op dit punt dus lichter.

[15]

Uit HR 2 december 1994, *NJ* 1996, 246, m.nt. Verkade (*Coop*) vloeit voort dat de listing sponsor zich ex art. 6:195 lid 2 BW kan disculperen en dat geen toerekening van misleidende mededelingen in het prospectus aan hem plaatsvindt, indien hij bewijst dat hij een adequaat due diligence-onderzoek heeft uitgevoerd.

[16]

Verordening nr. 809/2004/EG (*PbEU* L 149).

[17]

Overigens is, zoals op vele punten, ook hier het Reglement Alternext Amsterdam een kopie van het Reglement Alternext Parijs.

[18]

Art. 2.2 bepaalt dat de listing sponsor 'shall *contact* the Issuer to order'. Aannemelijk is, dat het woord 'contact' een verschrijving is en, evenals in het Parijse reglement (art. 2.2) 'call' dient te zijn.

[19]

Zie over deze verplichting nader par. 6.

[20]

Richtlijn nr. 2003/6/EG (*PbEU* L 96).

[21]

Zie art. 3 en 5 Reglement Bijzondere Noteringsvereisten Euro.NM Amsterdam en art. 3.1 Alternext Rules. Overigens zal in de praktijk drie jaar historische financiële informatie in het prospectus moeten worden opgenomen indien een aanbieding van effecten aan het publiek wordt gedaan, en wel op grond van de art. 3 lid 1 Wte 1995, 1i Bte 1995 en Bijlage I , nr. 20.1 van de Prospectusverordening (nr. 809/2004/EG, *PbEU L* 149).

[22]

In dit verband spreekt het reglement (art. 3.2) weer van 'securities' en niet van 'shares'.

[23]

De in annex 2 genoemde markten zijn de Marché Libre in Parijs, NASDAQ, de Alternative Investment Market in Londen en Swiss Exchange.

[24]

Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU L* 390).

[25]

Zoals bepaald in art. 6 Transparantierichtlijn.

[26]

Art. 2:101 BW biedt ook de mogelijkheid om deze termijn door de algemene vergadering van aandeelhouders met zes maanden te verlengen, maar daarvan wordt door beursgenoteerde vennootschappen in het algemeen geen gebruikgemaakt.

[27]

Verordening nr. 1606/2002/EG (*PbEG L* 243).

[28]

Zie noot 1.

[29]

Zie C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht* (6de druk), 2006, p. 89. Richtlijn nr. 2001/34/EG (*PbEG L* 184) voegt de noteringsvereisten van een aantal oudere richtlijnen voor de kapitaalmarkt samen en is inmiddels deels komen te vervallen door inwerkingtreding van de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn nr. 2003/71/EG (*PbEU L* 345).

[30]

Kamerstukken II 2002/03, 28 985.

[31]

B.T.B. Siemers, 'Alternatieve markten', *FR* 2006, p. 102-109, noot 17 trekt met verwijzing naar de memorie van toelichting de conclusie dat de nieuwe wettelijke regeling *wel* op Alternext Amsterdam van toepassing zou zijn. Het wetsontwerp is echter na verschijning van de MvT ingrijpend gewijzigd, onder meer doordat het toepassingsbereik is gekoppeld aan het begrip 'gereguleerde markt'. De conclusie van Siemers lijkt mij dan ook niet juist te zijn.

[32]

Stcr. 2004, 250.

[33]

Deze verplichting vloeit voort uit art. 2:391 lid 4 BW en het daarop gebaseerde Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag (*Stb.* 2004, 747). De doelgroep van vennootschappen is in dit besluit enigszins anders omschreven dan in de preambule van de code zelf, maar aangenomen mag worden dat het dezelfde vennootschappen betreft. Zie hierover nader C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht* (6de druk), 2006, p. 260, noot 83.

[34]

Richtlijn nr. 2004/25/EG (*PbEU L* 142).

[35]

Stcr. 2006, 98. Besproken door C.M. Grundmann-van de Krol in *Ondernemingsrecht* 2006, 107, p. 355-358 (Actualiteiten).

[36]

Ook Bijlage X bij het Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market (Rulebook II) geldt niet voor Alternext Amsterdam.

[37]

Overigens kan tegen een eventuele weigering van Euronext om een uitgevende instelling toe te laten door belanghebbenden administratief beroep bij de AFM worden ingesteld op grond van art. 43 Wte 1995 jo. Overdrachtsbesluit Wte 1995.