

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

2 0 1 0
2 0 1 1

Masterproef

Het prospectus en de rol van de bedrijfsrevisor

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Sara Puttemans

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering*

2 0 1 0
2 0 1 1

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

Het prospectus en de rol van de bedrijfsrevisor

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Sara Puttemans

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en financiering

Woord vooraf

Een masterproef schrijven is een intensief proces. Dit heb ik het laatste jaar aan den lijve ondervonden. Net daarom zou ik met een dankwoord enkele mensen die mij bij deze taak hard geholpen hebben in de bloemetjes willen zetten.

Vooreerst zouden we onze dank willen uitspreken aan Prof. Dr. Mercken voor de kans die hij me gegeven heeft deze masterproef te maken en zijn nuttige input en feedback. Verder zou ik ook dhr. Nico Houthaève hartelijk willen danken. Zijn toelichting van de materie, het doorgeven van contactpersonen en extra informatie en het nalezen van mijn thesis waren enorm waardevol.

Ook zou ik de overige bedrijfsrevisoren, advocaten, bankier, academici, bedrijfsleiders en financieel directeurs willen bedanken voor hun bereidwillige medewerking aan de interviews en enquêtes.

Verder zou ik mijn ouders willen bedanken voor het nalezen van mijn werk en de financiële steun, waardoor ik mijn studies kon volbrengen.

Sara Puttemans,

Diepenbeek, mei 2011

Samenvatting

Bij een openbare uitgifte van effecten moet de onderneming een gedetailleerd prospectus publiceren. De bedrijfsrevisor is belast met de controle van een aantal specifieke elementen in het prospectus. Dit is een ingewikkeld proces waarbij er verschillende discussiepunten zijn met de andere betrokken actoren (advocaten, Underwriters en de toezichhoudende instantie). Deze masterproef wil een bijdrage leveren aan de praktijk in twee opzichten. Er wordt enerzijds een beschrijving gegeven van de driedelige rol van de bedrijfsrevisor bij de controle van prospectusinformatie en het voorbereiden van de kapitaalmarkttransactie. Anderzijds worden de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, advocaten en CFO's gedocumenteerd en worden er aanvullingen gesuggereerd voor de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements', een publicatie van het Informatiecentrum voor Bedrijfsrevisoren. Hiertoe wordt er een literatuurstudie en een kwalitatief empirisch onderzoek gedaan.

In hoofdstuk 3 wordt een beschrijving gegeven van de betrokken actoren en de due diligence. Aan de uitvoering van de complexe beurstransactie werken tevens advocaten en Underwriters mee. Voordat het prospectus gepubliceerd kan worden, moet dit eerst worden goedgekeurd door de FSMA (Financial Securities and Markets Authority). De FSMA bewaakt de toepassing van de Belgische Prospectuswet. Deze wet bespreekt het toepassingsgebied, geeft een aantal definities en komt voort uit de Europese Prospectusrichtlijn. De inhoud van het prospectus moet voldoen aan de aanbevelingen in de Europese Prospectusverordening. Deze wetgevingen worden besproken in hoofdstuk 4. Om te weten op welke momenten in de voorbereiding van de kapitaalmarkttransactie de bedrijfsrevisor betrokken is, schetsen we het verloop van een Initial Public Offering in hoofdstuk 5. Hieruit blijkt dat de betrokken bedrijfsrevisor best veel ervaring heeft met kapitaalmarkttransacties en een zeer goede kennis heeft van de toepasselijke wetgeving. Verder bespreken we tevens de wettelijk vereiste prospectusinhoud of 'building blocks', die we in de praktijkstudie zullen toetsen aan een selectie van prospectussen.

In hoofdstuk 6 komen we bij de kern van ons onderzoek, namelijk de taken en verantwoordelijkheden van de bedrijfsrevisor. Er wordt nagegaan welke richtlijnen er bestaan voor bedrijfsrevisoren voor de controle van historisch financiële informatie, pro forma financiële informatie, winstprognoses en -ramingen en tussentijdse financiële informatie. Naar aanleiding van de controle van deze elementen dient de bedrijfsrevisor een publieke Comfort Letter op te stellen. Voor de controle van de 'no significant changes' verklaring en de managementverklaring inzake het werkkapitaal of 'working capital statement', levert de bedrijfsrevisor een private Comfort Letter aan de Underwriter. Voor deze laatste audit heeft het Informatiecentrum voor Bedrijfsrevisoren nog geen richtlijnen opgenomen in 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related

engagements' en is er nog veel discussie tussen de betrokken partijen. Een ander punt van controverse is de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisoren. De bedrijfsrevisor is volgens het gemeenrecht aansprakelijk voor alle (mogelijke) schade, ontstaan door zijn fout. De wettelijke aansprakelijkheidsbeperking is in principe niet van toepassing op de niet-wettelijke (of contractuele) opdrachten. In de praktijk blijkt echter dat deze wel gehanteerd wordt. Zowel emittenten als bedrijfsrevisoren vinden dit een redelijke afspraak. Toch zal blijken dat deze wettelijke aansprakelijkheidsbeperking in het gedrang komt door tegenstand van de Underwriters. De bereidheid van de markt om voor een hogere aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor een hoger ereloon te betalen werd bevestigd bij het management van emittenten.

Voor het empirische onderzoek werd een analyse gedaan van geselecteerde prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011. Er werden tevens interviews met bevoorrechte getuigen afgenomen en elektronische enquêtes gebruikt om de opinies van de bedrijfsrevisoren te onderzoeken. Vervolgens werd een vragenlijst gestuurd naar de emittenten van de prospectussen, opgenomen in de analyse, om hun mening over bepaalde items te kunnen vergelijken met de opinie van de bedrijfsrevisoren. Als we kijken naar de inhoud van de prospectussen, opgenomen in de analyse, zien we dat niet alle elementen steeds terug te vinden zijn. Dit wijst erop dat de emittenten enkel een verklaring inzake werkkapitaal, pro forma financiële informatie en tussentijdse financiële informatie opnemen indien zij hiertoe verplicht worden door de wettelijke voorwaarden. Het management laat zich dus goed adviseren door advocaten en bedrijfsrevisoren. Ervaring in kapitaalmarkttransacties is de belangrijkste determinant voor de keuze van de bedrijfsrevisor. Deze wordt meestal gevonden bij één van de Big Four. De Big Four zijn de grootste auditkantoren ter wereld, namelijk Deloitte, KPMG, PriceWaterhouseCoopers en Ernst & Young. Emittenten laten zich adviseren over de toepasselijke wetgevingen en richtlijnen voor bedrijfsrevisoren en voelen zich in mindere mate betrokken om hiervoor suggesties ter verbetering te doen. Dit geldt tevens voor wat betreft de (beperking van de) aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren. Wanneer de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking niet van toepassing is, wordt deze doorgaans toch in het contract bedongen. De markt blijkt ook niet bereid te zijn een hoger ereloon van de bedrijfsrevisor te betalen in ruil voor een hogere aansprakelijkheid. Het ereloon wordt door alle partijen gezien als een resultaat van de grootte en complexiteit van de transactie, en dus het aantal werkuren van de bedrijfsrevisor. De kans dat ondernemingen naar het buitenland trekken, op zoek naar onbeperkte aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisoren, is volgens de emittenten zelf gering, daar zij de auditkantoren aanspreken in het land waar zij het kapitaal wensen op te halen.

De rol van de bedrijfsrevisor blijkt dus driedelig te zijn. Ten eerste is er de publieke, wettelijke rapporteringsopdracht. Deze behelst een eerder formeel overleg tussen bedrijfsrevisor en emittent. Deze rapportering behelst de audit van de historische financiële informatie, de pro forma informatie, de winstprognoses en de tussentijdse financiële informatie. Ten tweede is er een

private, contractuele rapporteringsopdracht. Hieronder vallen de audit van de managementverklaring inzake het werkkapitaal en de 'no significant changes statement'. In de meeste gevallen blijft de tussenkomst van de bedrijfsrevisor echter beperkt tot het opnemen van het opnemen van het auditrapport betreffende de historisch financiële informatie. Die was vaak reeds eerder in het bezit van de emittent naar aanleiding van het opstellen van de jaarrekeningen van de voorbije boekjaren. Tenslotte is er de buitencontractuele adviesverlening. De bedrijfsrevisor levert hier toegevoegde waarde via informeel overleg over de rapportering van toekomstgerichte informatie, de toepasselijke wetgevingen, de aanpassing van de statuten ten gevolge van de IPO/SPO en de externe communicatie.

De suggesties voor aanvullingen voor 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' zijn ten eerste een behandeling van de aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren voor de niet-wettelijke controleopdrachten. Ten tweede is er vraag van alle partijen naar richtlijnen over de 'Working Capital Statement Comfort Letter'.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van Figuren

Lijst van Tabellen

1. Probleemstelling en centrale onderzoeksvraag	1
1.1. Probleemstelling	1
1.2. Centrale onderzoeksvraag.....	2
1.3. Deelvragen	3
2. Onderzoeksaanpak.....	5
2.1. Literatuurstudie	5
2.2. Praktijkstudie	6
3. Betrokken actoren en due diligence.....	9
3.1. De uitgevende instelling of emittent	11
3.2. De toezichhoudende instanties	11
3.2.1. De FSMA	11
3.2.1.1. Eerste contacten met de FSMA.....	12
3.2.1.2. De goedkeuring en publicatie van het prospectus	13
3.2.1.3. Verantwoordelijke organen binnen de FSMA	16
3.2.1.4. De Lamfalussy structuur: Comit�es op vier niveaus.....	16
3.2.2. ESMA	18
3.3. De Underwriter of de zakenbankier of de bieder	19
3.4. De adviseurs	23
3.5. Due diligence	25
4. Overzicht van bestaande wet- en regelgeving omtrent het prospectus	27
4.1. De Prospectusrichtlijn.....	27
4.2. De Prospectusverordening	29

4.3. De Belgische Prospectuswet	29
4.3.1. Toepassingsgebied: 'openbare aanbidding' op de 'gereguleerde markt'	31
4.3.2. Toepassingsgebied ratiōe loci	31
4.3.3. Uitsluitingen uit het toepassingsgebied inzake het private karakter van het aanbod (de 'Safe Harbour'- regeling)	32
4.3.4. Gekwalificeerde beleggers	32
4.4. Openbare overnameaanbiedingen en het biedprospectus: Wet van 1 april 2007.	33
4.4.1. Verhouding tussen de Overnamewet van 1 april 2007 en de Prospectuswet van 16 juni 2006.34	
5. Verloop van een IPO en het prospectus.....	35
5.1. Inleiding	35
5.2. Schema van een (Belgisch) IPO-proces	36
5.3. Inhoud van het biedprospectus.....	39
5.3.1. CESR aanbevelingen	39
5.3.2. Vorm van het prospectus.....	40
5.3.3. Shelf registration	40
5.3.4. Bouwstenen	41
5.3.5. Taal van het prospectus	46
6. De taken en verantwoordelijkheden van de bedrijfsrevisor	47
6.1. Toepasselijke nationale normen en aanbevelingen	47
6.2. Engagement Letter	48
6.3. Reporting.....	49
6.4. Publieke rapporteringopdrachten zoals voorgeschreven door de wet.....	50
6.4.1. Historische financiële informatie.....	50
6.4.2. Pro Forma Informatie	52
6.4.3. Winstprognoses en –ramingen.....	52
6.4.4. Tussentijdse financiële informatie	53
6.5. Private Rapporteringsopdracht: Auditrapport over de Working Capital Statement.....	53
6.5.1. Definitie van Working Capital Statement	53
6.5.2. 'Clean' versus 'qualified' working capital statement	54

6.6. Comfort Letters	55
6.6.1. Soorten Comfort Letters	57
6.7. Aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor	58
6.7.1. Wettelijke taken van de bedrijfsrevisor	59
6.7.2. Wettelijke aansprakelijkheid: Artikel 1382 en artikel 1383 van het Burgerlijk Wetboek	59
6.7.2.1. Fout	60
6.7.2.2. Schade	60
6.7.2.3. Oorzakelijk verband.....	61
6.7.3. Artikel 140 van Het Wetboek van Vennootschappen	62
6.7.4. Beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor	62
6.7.5. Aansprakelijkheidsgronden.....	64
6.7.6. Onttrekking aan de aansprakelijkheid	65
6.8. Prospectusaansprakelijkheid.....	65
6.8.1. Wettelijke regeling	65
6.8.2. Rechtspraak: World Online. De bedrijfsrevisoren bleven buiten schot.	69
7. Empirisch onderzoek	71
7.1. Analyse van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011. Een beschrijvende statistiek.	71
7.1.1. Aantal gepubliceerde prospectussen per jaar	72
7.1.2. Marktaandeelen van auditkantoren	73
7.1.3. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen van aandelen	74
7.1.4. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen: obligaties	80
7.1.5. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare overnameaanbiedingen met aandelen	82
7.2. Samenvatting van de interviews met bevoorrechte getuigen over de rol van de bedrijfsrevisor.	84
7.3. Enquêtes	86
7.3.1. Resultaten van de enquête voor bedrijfsrevisoren	86

7.3.2. Resultaten van de elektronische enquête aan emittenten over het prospectus en de dienstverlening door de bedrijfsrevisor.....	91
7.3.2.1. Resultaten enquête voor het management: open vragen.....	92
7.3.2.2. Resultaten van de enquête voor het management: gesloten vragen	95
8. Conclusie	101
8.1. Algemene conclusie.....	102
8.2. De driedelige rol van de bedrijfsrevisor.....	107
8.3. Het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, Underwriters, advocaten en CFO's betreffende aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'	109
9. Aanbevelingen voor verder onderzoek	111
10. Bijlagen	113
10.1. Voorbeeld van een Comfort Letter.....	113
10.2. Vragenlijsten voor de interviews met bevoorrechte getuigen	119
10.2.1. Voor de bedrijfsrevisor.....	119
10.2.2. Voor de Underwriter	119
10.2.3. Voor de juridisch adviseurs.....	120
10.3.3. Voor de CFO van Befimmo.....	120
10.3. Interviews.....	121
10.3.1. Interview Nico Houthaeve	121
10.3.2. Interview Peter D'Hondt	121
10.3.3. Interview Piet Hemschootte.....	123
10.3.4. Interview Gert Vanhees	124
10.3.5. Interview Jan Peeters	127
10.3.5. Interview Nico Goossens	128
10.3.6. Interview Marnix Verplancke.....	131
10.3.7. Interview Laurent Carlier.....	135
10.4. Elektronische enquête voor het management van ondernemingen die een prospectus hebben uitgegeven	139
10.5. Richtlijnen van de FSMA voor de indiening van een nieuw prospectus.....	144

10.6. Beoordeling van de prospectussen van enkele opmerkelijke IPO's en kapitaalverhogingen	145
11. Lijst van geraadpleegde werken.....	148

Lijst van Figuren

Figuur 1 De betrokken partijen en hun rol bij een IPO.....	9
Figuur 2 De betrokkenheid van de partijen ter voorbereiding, voor, tijdens en na de IPO	10
Figuur 3 De rol van de betrokken partijen ter voorbereiding, voor, tijdens en na de IPO.....	10
Figuur 4 Kaft van het prospectus van de kapitaalverhoging in juni 2009 van Befimmo	21
Figuur 5 Kaft van het prospectus van de uitgifte van obligaties door AXA op 13 oktober 2010.....	22
Figuur 6 Gantt Chart van een IPO Proces.....	36
Figuur 7 IPO Proces	37
Figuur 8 Mogelijke indeling van de hoofdstukken van een prospectus.....	43
Figuur 9 Totaal aantal prospectussen per jaar	73
Figuur 10 Marktaandelen BIG Four en niet- BIG Four	74
Figuur 11 Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen van aandelen	79

Lijst van Tabellen

Tabel 1 De instellingen op niveau 2 en 3 van de Lamfalussystructuur voor effecten, bankwezen, verzekeringen en bedrijfspensioenen.	18
Tabel 2 Aantal prospectussen per jaar.....	72
Tabel 3 Marktaandelen BIG Four en niet- BIG Four	73
Tabel 4 Prospectussen voor openbare aanbiedingen, noteringen en openbare overnameaanbiedingen: aandelen	74
Tabel 5 Prospectussen van openbare aanbiedingen en noteringen: obligaties.....	80
Tabel 6 Prospectussen van openbare overnameaanbiedingen met aandelen.....	82
Tabel 7 Driedledige rol en indeling opdrachten van de bedrijfsrevisor	108

1. Probleemstelling en centrale onderzoeksvraag

1.1. Probleemstelling

Bij een Initial Public Offering (IPO) of openbare kapitaalverhoging (SPO) van een onderneming moet een gedetailleerd prospectus worden uitgegeven. Bij dit proces zijn een aantal gespecialiseerde instellingen betrokken zoals ten eerste de onderneming zelf, ten tweede de investment bank of Underwriter die de transactie leidt, ten derde enkele juridisch adviseurs of advocaten, ten vierde de toezichthoudende instanties en als laatste de bedrijfsrevisor. We bekijken in dit onderzoek dan ook de gehele materie in de eerste plaats vanuit het **standpunt van de bedrijfsrevisor**. Het belang van de controle van een dergelijk document is niet te onderschatten. Uit de beoordeling van het prospectus door een bedrijfsrevisor blijkt of een aantal specifieke stellingen of gegevens volgens een redelijke methode zijn opgesteld. Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren voorziet sinds 2009 een aantal **richtlijnen** voor de bedrijfsrevisor voor de controle van prospectusinformatie, genaamd 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements', door Cloet et al. (2009). Uit de praktijk blijkt echter dat deze richtlijnen onvoldoende zijn voor een gestroomlijnde samenwerking tussen de bedrijfsrevisor en de betrokken partijen zonder voor iedere transactie en in ieder contract opnieuw te moeten onderhandelen over de **werkzaamheden en aansprakelijkheid** van de bedrijfsrevisor. Daarom is het nodig na te gaan op welke punten de bedrijfsrevisor de mening van de andere partijen deelt en door te dringen tot de kern van de **discussies**. Zo eist de Underwriter steeds een due diligence onderzoek over de (financiële) toestand van de onderneming. Waarom is dit zo belangrijk? Welke problemen kunnen hierbij de kop opsteken? Is dit wettelijk geregeld? Welke wetgeving bestaat hier dan over en welke zijn de instanties die wetten en richtlijnen opstellen met betrekking tot de inhoud van het prospectus? In welke mate hebben zij invloed op het eindresultaat? Hoe ontwikkelen hun adviezen zich ten gevolge van hoog- of laagconjunctuur of andere bedrijfseconomische ontwikkelingen? Welke extra aspecten en hindernissen komen er kijken bij een IPO en hoe past een prospectus in het tijdsschema van een IPO? We zullen trachten om op deze vragen een antwoord te vinden, maar we blijven dit vanuit het standpunt van de bedrijfsrevisor doen. Zo kunnen de resultaten als input dienen voor verdere aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'.

Hiervoor gaan we na hoe de bedrijfsrevisor te werk gaat bij het verifiëren van financiële informatie in het prospectus en welke publieke en private auditrapporten hij dient af te leveren. Welke elementen in het prospectus kunnen worden gecontroleerd en welk niveau van zekerheid kan er geboden worden? Kan de bedrijfsrevisor een oordeel uitbrengen over de in het prospectus vermelde winstprognoses en winstramingen? Naast deze rapporteringsopdrachten fungeert de

bedrijfsrevisor dikwijls ook als adviseur. Welke adviezen geeft hij zoal bij een tekort aan werkkapitaal?

Tenslotte wordt het prospectus goed- of afgekeurd door de Financial Services and Markets Authority of Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA). Deze controles bepalen uiteindelijk of de IPO of openbare kapitaalverhoging kan plaatsvinden. Bij afkeuring zullen er correcties moeten plaatsvinden wat eventueel invloed kan hebben op onder andere de prijszetting van de openbare kapitaalverhoging. Dan nog dient de emittent zijn beloftes waar te maken, zo niet kan een prospectus met onjuiste informatie leiden tot een desastreuze ondergang van een onderneming, bijvoorbeeld door een veel te hoge prijszetting bij een openbare overname. Zo konden Fortis, Banco Santander en Royal Bank of Scotland samen niet succesvol de in het prospectus vooropgestelde vereiste financiering vinden om ABN Amro over te nemen. Om de IPO of openbare aandelenuitgifte zo goed mogelijk te laten verlopen en de beleggers optimaal te informeren is een correcte prospectus dus cruciaal. Het is dan ook nodig dat de verantwoordelijke instanties en/of personen geïdentificeerd worden in het prospectus. De onderneming en de Underwriter(s) verwachten hier dat bij de controle van prospectusinformatie een deel van de aansprakelijkheid door de bedrijfsrevisor wordt opgenomen. Waaraan zijn zij gebonden, met andere woorden wat is de bestaande wetgeving die de aansprakelijkheid regelt en is er ook bij contractuele opdrachten een beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor mogelijk? Daarom moeten we de verschillende inzichten nagaan van enerzijds de bedrijfsrevisoren en anderzijds het management van ondernemingen die (recent) een beursgang of kapitaalverhoging hebben doorgevoerd. Wat zijn de heersende meningen en toekomstige ontwikkelingen wat betreffende prospectusaansprakelijkheid en is dit voer voor aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' of zelfs voor een nieuw wetsartikel?

1.2. Centrale onderzoeksvraag

In de probleemstelling vermeldde we ons **doel**, namelijk een beschrijving geven van

1. De drieledige rol van de bedrijfsrevisor
2. Het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, Underwriters, advocaten en CFO's en het suggereren van aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements.'

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

'Wat is de rol van de bedrijfsrevisor bij de controle van het prospectus voor aandelen- en obligatieuitgiftes op de gereguleerde markt in België?'

Verklaring van de begrippen in de centrale onderzoeksvraag:

Prospectus:

Volgens Richtlijn 2003/71/EG is het prospectus 'een document dat belangrijke financiële en niet-financiële informatie bevat welke een uitgevende instelling ter beschikking stelt van potentiële beleggers wanneer zij effecten uitgeeft (aandelen, obligaties, afgeleide instrumenten enz.) om kapitaal aan te trekken en/of wanneer zij wenst dat haar effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs worden toegelaten. Dit document kan als het 'unieke paspoort' dienen voor de uitgevende instellingen die hun effecten in verschillende lidstaten wensen aan te bieden

Bedrijfsrevisor:

De bedrijfsrevisor is ingeschreven op de lijst van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren). De bedrijfsrevisor, tevens de wettelijke auditor of commissaris in België, die het vertrouwen geniet van alle partijen, kijkt na of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de financiële positie van de onderneming en van de resultaten van het boekjaar (ibr-ire.be).

1.3. Deelvragen

Om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden werden de volgende deelvragen geformuleerd:

1. Welke wetgeving bestaat er omtrent het prospectus en wat zijn de wettelijke prospectusvereisten?
2. Wat zijn de taken en verantwoordelijkheden van de uitgevende instellingen, de betrokken juridische adviseurs, de Underwriters of zakenbanken en de FSMA?
3. Wat zijn de verantwoordelijkheden en taken van de bedrijfsrevisor wat betreft de controle van prospectusinformatie?
4. Wat is de huidige situatie in België betreffende prospectusuitgiftes voor openbare noteringen en aanbiedingen van aandelen op de Belgische markt en hoe is hieruit de nood aan assurance- en adviesverlening door de bedrijfsrevisor af te leiden?

5. Wat zijn de verwachtingen en opvattingen die de onderneming heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de onderneming knelpunten?
6. Wat zijn de opvattingen die de bedrijfsrevisor heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de bedrijfsrevisor knelpunten?

2. Onderzoeksaanpak

2.1. Literatuurstudie

Om inzicht te krijgen in de verschillende bestaande wet- en regelgevingen betreffende de inhoud van het prospectus en de controle ervan is allereerst een verkennende literatuurstudie aan de hand van **primaire en secundaire bronnen** nodig. De bedoeling hiervan is zoveel mogelijk kennis over de verschillende aspecten van de deelvragen op te doen. Bovendien kan er gezocht worden naar theorieën die reeds in het verleden ontworpen en getoetst werden aan de hand van o.a. hypothesen.

Er wordt voornamelijk gebruik gemaakt van wetenschappelijke werken, handboeken, vaktijdschriften, leidraden en recente prospectussen. Catalogi als 'Web of Knowledge', 'Elsevier ScienceDirect', 'AEAweb' en 'EBSCOhost' staan toe tal van artikels te vinden. Verder wordt er ook gebruik gemaakt van e-bronnen als 'AtoZ-EJournals' en 'Business Source Premier', die beide wetenschappelijke informatie in elektronische vorm aanbieden en beschikbaar zijn aan de Universiteit Hasselt. De zoekmachine 'Google Scholar' biedt ook een aantal interessante wetenschappelijke links en 'Google Books' maakt het mogelijk gehele uittreksels van boeken te vinden.

Het zoeken gebeurt systematisch aan de hand van trefwoorden als onder meer 'successful IPO's', 'bedrijfsrevisor', 'bedrijfsrevisor quality' en natuurlijk 'prospectus'. Eens er een aantal nuttige bronnen gevonden zijn, wordt verder gewerkt aan de hand van een sneeuwbalmethode. Dit houdt in dat het literatuuronderzoek zich verder zet in de richting van geciteerde boeken en artikels in de bronvermelding van de reeds doorgenomen bronnen. De wetenschappelijke artikels dateren voor het leeuwendeel van 2003 tot 2009. Vóór deze periode is er weinig of geen relevante literatuur te vinden. Redenen hiervoor zijn de **wetgeving** betreffende het prospectus die zelf zeer recent is, en de ontwikkeling van de auditing zelf. De kennis over de controle van het prospectus werd pas in september 2009 opgenomen in 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements', uitgegeven door het ICCI (Informatiecentrum voor het Bedrijfsrevisoraat). Deze leidraad is geschreven naar aanleiding van Richtlijn 2003/71/EG, genoemd de 'Prospectusrichtlijn' en Verordening EG 809/2004 van de Commissie, genoemd de 'Verordening'. De Prospectusrichtlijn werd omgezet in het Belgische recht via de wet van 16 juni 2006, genoemd de 'Prospectuswet'.

Het gehele onderzoek wordt uitgevoerd vanuit het standpunt van de bedrijfsrevisor, voor het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, Underwriters, advocaten en

CFO's en het suggereren van aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements.'

2.2. Praktijkstudie

Gelijklopend met de verkennende literatuurstudie vinden de **interviews** met bevoorrechte getuigen plaats evenals een kwalitatief onderzoek van de huidige situatie in België op het vlak van prospectusuitgiften en de dienstverlening door de bedrijfsrevisor. Bij kwalitatief onderzoek gaat het niet om het in kaart brengen van cijfers, maar om het verkennen en inzichtelijk maken van een thema of vraagstuk. In dit dictaat wordt door Lindeman et al. (2005) de volgende definitie van kwalitatief onderzoek gebruikt:

'Kwalitatief onderzoek is een vorm van empirisch onderzoek waarbij overwegend gebruik gemaakt wordt van gegevens van kwalitatieve aard en dat als doel heeft onderzoeksproblemen in of van situaties, gebeurtenissen en personen te beschrijven en te interpreteren.

Kwalitatieve gegevens hebben betrekking op de aard, de waarde en de eigenschappen van het onderzochte verschijnsel en niet op kwantiteiten zoals hoeveelheid, omvang en frequentie.'

Bij kwalitatief onderzoek dient men bij de analyse van de gegevens een duidelijke categorisatie op te stellen. Categorisatie is het groeperen van items met dezelfde kenmerken, zoals als samen zetten wat onder adviesverlening door de bedrijfsrevisor valt. Voor de bevraging van bevoorrechte getuigen kies ik voor een half-gestructureerd interview. Bij deze vraagvorm vertrekt men van een lijst met vooraf bepaalde topics. De gestelde vragen zijn meestal open en bovendien aan te passen aan de geïnterviewde en aan het verloop van het gesprek. Het interview bevat per onderwerp meerdere specifieke vragen. In 'De rol van de bedrijfsrevisor ten opzichte van de Ondernemingsraad' door Gallez et al. is, buiten een diepgaande juridische studie, ook een deel uitgewerkt over 'Bevraging van de ondernemingsraadleden'. Hoofdstuk 5 in deze publicatie behandelt de methodologie bij de bevragen van de ondernemingsraadleden, hoofdstuk 6 behandelt 'Economisch-financiële informatie als context', hoofdstuk 7 behandelt 'Taakvervulling en nakoming van normen', hoofdstuk 8 behandelt 'De Ondernemingsraad en de bedrijfsrevisorbenoeming' en tenslotte behandelt hoofdstuk 9 'Tevredenheid en zijn attributen'. Aan de hand van deze publicatie kan ik **open en gesloten** vragen opstellen voor de bevraging van de bedrijfsrevisoren. Voor de interviews met bedrijfsrevisoren die ervaring hebben met het prospectus heb ik mijn persoonlijke contacten aangesproken, waaronder beginnende bedrijfsrevisoren. De bedoeling van deze interviews is meer inzicht te krijgen in de materie en het ontdekken van relevante topics om te

onderzoeken in de verdere praktijkstudie. De enquêtes worden opgesteld met 'Thesistools', een website om online enquêtes te maken. De verwerking van de enquêtes gebeurt ook door 'Thesistools'. Er worden documenten in Word, Excel en PDF met de resultaten gegenereerd. Het gebruiksgemak voor zowel mezelf als de respondenten was de grootste factor voor de keuze van 'Thesistools'.

Verder kan men in de resultaten van de **enquêtes** en interviews verbanden ontdekken en hypothesen ontwikkelen en toetsen om conclusies te trekken. We beperken ons tot het weergeven van de huidige situaties en de nood aan verdere richtlijnen, **zonder causale verbanden te onderzoeken**.

Als onderzoeker neem ik zelf ook een selectie van prospectussen van openbare aandelen- en obligatieaanbiedingen en overname aanbiedingen in België, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011. Een prospectus kan uitgegeven worden voor negen verschillende aanbiedingen en voor drie verschillende beleggingsinstrumenten. De mogelijke negen aanbiedingen zijn:

- 1.de openbare aanbieding;
- 2.de openbare aanbieding en toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt;
toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt;
- 3.de openbare overnameaanbieding;
- 4.de openbare uitkoopaanbieding;
- 5.de openbare aanbieding tot inkoop van eigen aandelen; een koershandhaving;
- 6.een openbare aanbieding en toelating tot verhandeling op de niet-gereguleerde markt;
en
- 7.de toelating tot verhandeling op de niet-gereguleerde markt.

De drie mogelijke beleggingsinstrumenten zijn:

- vastgoedcertificaten;
- derivaten;
- diversen (fsma.be)

Ik zal me beperken tot een selectie van prospectussen m.b.t. openbare aanbidding; de openbare aanbidding en toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt; toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt en de openbare overnameaanbidding.

De **inhoud** van de bestudeerde prospectussen zal getoetst worden aan de prospectusvereisten voor wat betreft de informatie, namelijk de historische financiële informatie, de pro forma financiële informatie, de winstprognoses en winstramingen, de tussentijdse financiële informatie, de vermelding van risicofactoren en de opname van een verklaring van het management over het (tekort aan) werkkapitaal. Voor elke geselecteerde aanbidding wordt een tabel opgesteld met het jaartal, naam van de emittent of doelvennootschap, soort beleggingsinstrument en naam of namen van de betreffende auditkantoren. Verder wordt telkens aangeduid of het betreffende prospectus, die volgende informatie bevat: de pro forma financiële informatie, de winstprognoses en winstramingen, de tussentijdse financiële informatie en de opname van een verklaring van het management over het (tekort aan) werkkapitaal. Historische financiële informatie en risicofactoren worden in elk prospectus opgenomen. Er worden grafieken opgesteld voor een vergelijking van het aantal prospectussen doorheen de jaren, de marktaandeelen van de BIG Four en niet-Big Four auditkantoren en een procentuele weergave van de opname van de pro forma financiële informatie, de winstprognoses en winstramingen, de tussentijdse financiële informatie en de opname van een verklaring van het management over het (tekort aan) werkkapitaal.

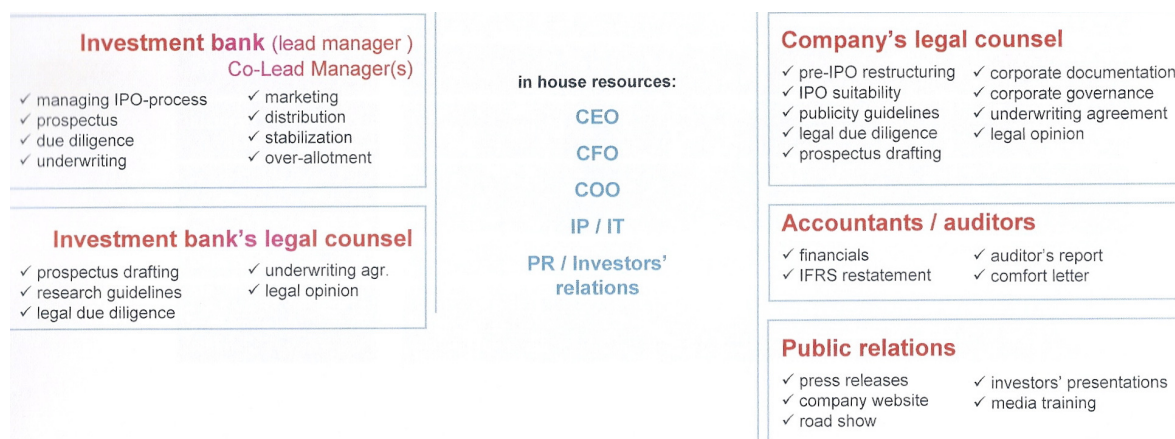
Ik stoot echter nog op enkele belangrijke **beperkingen** in mijn onderzoek, namelijk dat de specifieke rapporteringverslagen (genaamd Comfort Letter, Bring Down Letter) van de bedrijfsrevisors en de brieven van de onderneming aan hun bedrijfsrevisor (genaamd Representation letter) en de brieven van de 'Underwriters' niet publiek beschikbaar zijn. Dit staat in de voorbeeldbrieven in 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' (Cloet et al., 2009): 'This letter is solely for [Bedrijfsrevisor] [Underwriter] [Company Name] in connection with the above transaction and it is not to be used, circulated, quote or otherwise referred to in whole or in part for any other purpose.' Verder is er maar een relatief beperkt aantal bedrijfsrevisoren belast met de audit van informatie die in het prospectus wordt opgenomen, in vergelijking met de gewone audit van de jaarrekeningen. Dit bemoeilijkt het vinden van bevoorrechte getuigen voor de interviews. Tenslotte zijn er op vlak van prospectuswetgeving ook nog elementen die nog niet in het Belgisch recht zijn opgenomen en zijn er discussies omtrent materies waarvoor er nog geen IBR-normen bestaan, zoals het leveren van een controleverslag over de Working Capital Statement.

De gewone controleverklaringen van bijvoorbeeld de geconsolideerde jaarrekeningen zijn uiteraard wel beschikbaar, samen met de gepubliceerde jaarrekeningen op de website van de Balanscentrale van de Nationale Bank van België.

3. Betrokken actoren en due diligence

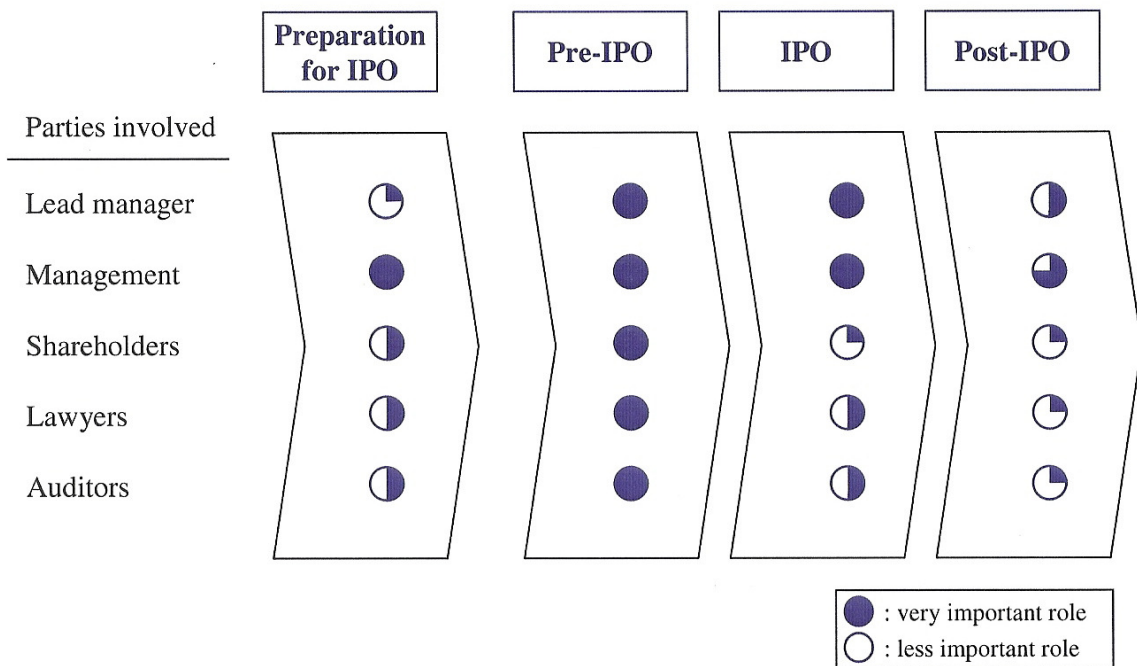
Bij de uitgifte van een prospectus zijn verschillende actoren betrokken die elk hun rol hebben. Er is een **intense samenwerking** tussen de actoren tijdens het proces van een IPO of kapitaalverhoging: bijna dagelijks zijn er van elke actor constant zo'n twee personen met de transactie bezig. Ook het management van de emittent werkt zeer intensief aan de IPO of kapitaalverhoging, waardoor het dagelijks bestuur van het bedrijf al eens hinder ondervindt.

Artikel 9 van de Prospectuswet¹ geeft de definities van de betrokken actoren. Hierna volgen een aantal schematische weergaven en een samenvatting per hoofdactor van hun specifieke taken op basis van de informatiebrochure 'Capital Markets Advisory, IPO's & SPO's' van KBC Securities'.

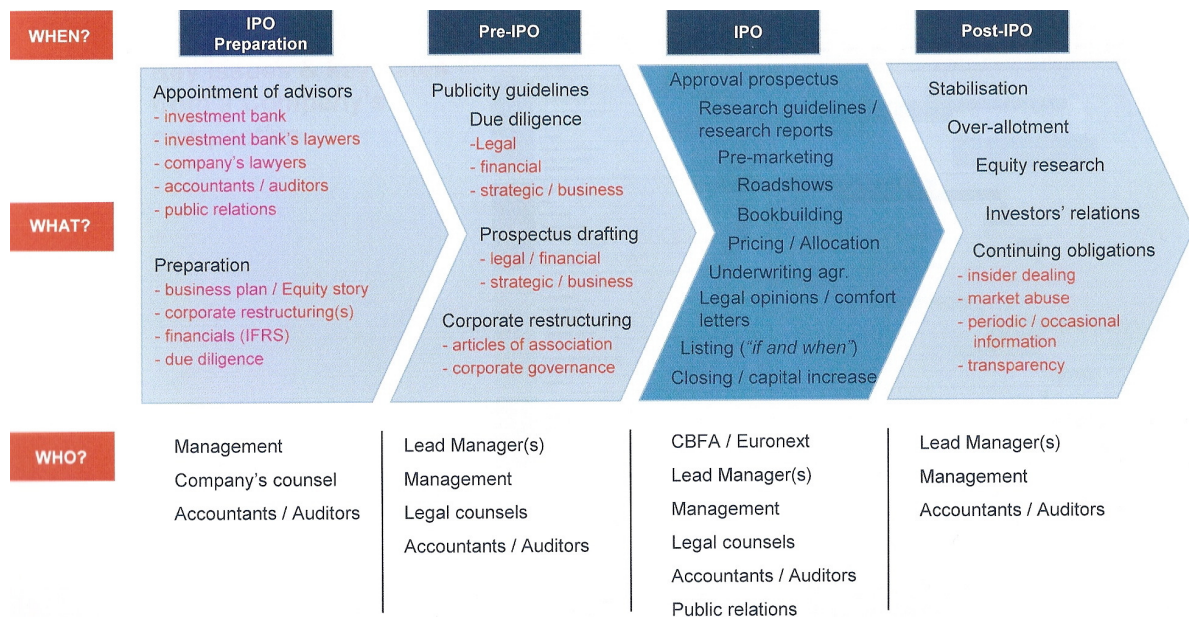


Figuur 1 De betrokken partijen en hun rol bij een IPO

¹ Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt (Belgisch Staatsblad, 21 juni 2006)



Figuur 2 De betrokkenheid van de partijen ter voorbereiding, voor, tijdens en na de IPO



Figuur 3 De rol van de betrokken partijen ter voorbereiding, voor, tijdens en na de IPO

3.1. De uitgevende instelling of emittent

De onderneming, een rechtspersoon (eventueel de overheid), instelling of onderneming die effecten heeft uitgegeven, effecten uitgeeft of zich voorneemt effecten te zullen uitgeven of wenst toegelaten te worden tot de verhandeling op een gereguleerde markt.

3.2. De toezichthoudende instanties

In elk land is er een instantie die voorafgaand aan de uitgifte het prospectus dient **goed te keuren**. In vele gevallen zullen zij de omvang en de aard van de informatie, waaronder de financiële informatie, die in het prospectus dient te worden opgenomen, bepalen op basis van de geldende regelgeving. Dit om de troeven van de onderneming, maar vooral de mogelijke risico's, verbonden aan de aandelenuitgifte, kenbaar te maken aan de potentiële beleggers. De Verordening² voorziet dat de bevoegde instantie van het land van herkomst van de uitgevende instelling een prospectus dient goed te keuren zodat de aandelen mogen uitgegeven worden in eender welk land van de EU (de zogenaamde **EU-passporting**). Naast de bestaande regelgeving wordt in deze paragraaf tevens enige informatie, bekomen uit het interview met Marnix Verplancke van KBC Securities, opgenomen.

3.2.1. De FSMA

In België speelt de FSMA deze belangrijke rol van bescherming van de investeerders. FSMA staat voor **Financial Services and Markets Authority**. Sinds 1 april 2011 is de oude Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) de FSMA. De CBFA is in 2004 ontstaan uit de fusie tussen de in 1935 opgerichte Commissie voor het Bank- en Financiewezen en de in 1975 opgerichte Controledienst voor de Verzekeringen. Vandaag is de FSMA als enige Belgische autoriteit belast met het toezicht op de meeste financiële instellingen en de financiële diensten die aan het publiek worden aangeboden. De CBFA werd opgericht om het vertrouwen van het publiek

² Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft

in de financiële producten en diensten zo veel mogelijk veilig te stellen en om de goede werking van de markten voor financiële instrumenten te garanderen. Er zijn vier soorten toezicht: het gedragstoezicht op de financiële instellingen, het toezicht op de financiële markten, producten en tussenpersonen en de bescherming van de financiële consument.

De FSMA bouwt voort op de jarenlange expertise van de CBFA inzake het prospectus. Hieronder valt het toezicht op alle informatie (onder meer op de reclame) over een verrichting waarin de openbare effectenuitgifte wordt aangekondigd of gepromoot op initiatief van de Underwriter en emittent. Indien de onderneming een beursnotering beoogt, mag de FSMA bijkomende vereisten opleggen die ook in het prospectus dienen te worden opgenomen om op de gereguleerde markt te worden toegelaten. De FSMA is ook bevoegd om de **reclame** goed te keuren die over die verrichtingen wordt gevoerd. Die reclame mag niet misleidend zijn. Bij een openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten vanuit een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte (EER), zijn het de autoriteiten van die lidstaat die het prospectus moeten goedkeuren, inclusief de bepalingen over het Belgische luik van de aanbidding. Bij een openbaar overnamebod keurt de FSMA niet alleen het prospectus goed, maar ziet zij ook toe op de naleving van de regels op grond waarvan het openbaar overnamebod verplicht is en waakt zij erover dat de geldende regels in verband met het verloop van het bod worden nageleefd (fsma.be).

3.2.1.1. Eerste contacten met de FSMA

De voorbereiding van het prospectus wordt meestal voorafgegaan door één of meer informele vergaderingen met de FSMA. Daarvoor neemt de onderneming, meestal via de Underwriter of haar financiële en juridische adviseurs, contact op met het departement 'Toezicht op de financiële informatie en markten' van de FSMA. Tijdens dit eerste contact kunnen het management van de onderneming en de vertegenwoordigers van de FSMA met elkaar kennismaken, worden de onderneming in het algemeen en de doelstellingen van de verrichting gepresenteerd, kunnen de specifieke punten worden besproken die problemen zouden kunnen opleveren, enz. Daar de verrichting vele juridische elementen kent, is het aangewezen (ook voor de FSMA) dat de advocaten van zowel de emittent als de Underwriter reeds in dit vroege stadium worden betrokken.

De FSMA vermeldt in haar Circulaire van december 2008 een aantal praktische richtlijnen om de procedure voor de indiening en de behandeling van dossiers over openbare aanbiddingen te stroomlijnen. Er wordt onderscheid gemaakt tussen documenten die bij de indiening van een nieuw dossier versus tijdens het onderzoek van het dossier, moeten worden ingediend. Verder worden er ook enkele afspraken gemaakt van technische aard en richtlijnen opgesteld over de aanvraag tot goedkeuring van de reclamebrochures. Deze richtlijnen zijn opgenomen in bijlage 10.5.

Wanneer de FSMA van oordeel is dat het prospectus en het bijbehorende dossier volledig zijn, beschikt ze over een termijn van 10 werkdagen om het prospectus goed te keuren of te weigeren het goed te keuren. De FSMA heeft als taak na te gaan of het prospectus overeenstemt met het toepasselijke wettelijke schema³ en of het alle inlichtingen bevat die, afhankelijk van de kenmerken en de aard van de operatie, nodig zijn opdat het publiek zich een gefundeerd oordeel kan vormen over de voorgestelde belegging. Na deze eerste 'filing' stelt de FSMA doorgaans zo'n 200 vragen aan het management, de bank, de bedrijfsrevisor en de advocaten. Deze vragen handelen over de cijfers, de gebruikte taal in het prospectus enz. Het is belangrijk dat het prospectus in begrijpbare taal geschreven is, zodat ook de beleggers de juiste informatie kunnen vergaren. De tweede filing gebeurt ongeveer 1 maand later nadat de FSMA de antwoorden op haar vragen heeft doorgenomen. Er volgt een debat: managers en adviseurs leggen uit waarom sommige gedetailleerde info niet in het prospectus moet staan. Dit kan zijn omdat extra gegevens de belegger zouden kunnen verwarren of helemaal niet van belang zijn voor de belegger om een goede investeringsbeslissing te maken.

Marnix Verplancke van KBC Securities vertelt dat er vaak discussies zijn tussen revisoren en de FSMA. Beiden zijn IFRS⁴-geschoold en zo ontstaan er onenigheden over bijvoorbeeld accounting regels, vastgoedbevaks⁵ enz. De FSMA zal echter altijd het laatste woord hebben, maar zal nooit onredelijk handelen. Om de IPO of kapitaalverhoging waaraan maanden lang intensief voorbereid is, toch te kunnen laten doorgaan, zullen de banken en bedrijfsrevisoren uiteindelijk na de onderhandelingen tot een compromis komen met de FSMA.

3.2.1.2. De goedkeuring en publicatie van het prospectus

De FSMA beschikt over uitgebreide bevoegdheden om een oordeel te vellen over de volledigheid en de adequaatheid van de informatie in het prospectus. Zo kan ze aan de emittent, diens management en commissarissen alsook aan de financiële bemiddelaars die meewerken aan de operatie, alle informatie vragen die ze nodig acht. Indien ze van oordeel is dat het prospectus niet voldoet aan de wettelijke voorschriften of dat de kandidaatonderneming niet tegemoet komt aan de opmerkingen op het ontwerp-prospectus, kan ze weigeren het prospectus goed te keuren en indien nodig, de operatie opschorten, de emittent gelasten bepaalde maatregelen te treffen of de

³ de samenvatting, het registratiedocument en de verrichtingsnota moeten aanwezig zijn. Zie paragraaf 5.3.2. 'Vorm van het prospectus'

⁴ International Financial Reporting Standards

⁵ Een vastgoedbevak is een belegging in onroerend goed.

lancering van de aanbieding verbieden. Bovendien moet elk nieuw feit dat het oordeel van het publiek kan beïnvloeden en zich voordoet tussen het ogenblik waarop het prospectus wordt goedgekeurd door de FSMA en de afsluiting van de operatie, worden vermeld in een aanvulling op het prospectus. Gebeurt dit niet, dan kan de FSMA, wanneer zij kennis heeft van dergelijk feit, de operatie uitstellen totdat dit feit openbaar is gemaakt. De emittent moet de FSMA ook alle berichten, advertenties of andere documenten – dus ook deze gebruikt bij roadshows⁶ – voorleggen, die bedoeld zijn ter publicatie en uitgaan van de emittent of van de door haar aangestelde bemiddelaars wanneer ze betrekking hebben op de verrichting, ze aankondigen of ze aanbevelen (euronext.com).

De termijn waarbinnen de FSMA zich moet uitspreken over de goedkeuring van een prospectus is teruggebracht tot tien (bank)werkdagen na de indiening van een volledig dossier. De termijn wordt verlengd tot twintig (bank)werkdagen indien de FSMA in de tien voorafgaande jaren geen registratiedocument of prospectus over een openbare aanbieding van effecten van de emittent heeft goedgekeurd. Wanneer de FSMA een prospectus goedkeurt, betekent dit dat zij van mening is dat het prospectus alle elementen bevat die door de reglementering voorzien zijn en dat deze elementen op een voldoende duidelijke en coherente manier naar voren zijn gebracht opdat het publiek zich met kennis van zaken een oordeel kan vormen over de effecten. Die goedkeuring houdt geen beoordeling in van de opportuniteit en de kwaliteit van de verrichting of van de positie van de emittent (fsma.be). Eenmaal het prospectus is goedgekeurd door de FSMA, moet het ten laatste bij aanvang van de aanbiedingsperiode worden gepubliceerd. Hoewel de reglementering voorziet in verschillende publicatiewijzen, wordt het prospectus meestal ter beschikking gesteld van het publiek op de website van de emittent en van de Underwriter. Papieren exemplaren van het prospectus moeten verstrekt kunnen worden aan elke belegger die hierom verzoekt. Wanneer de toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt plaatsvindt zonder gelijktijdige openbare aanbieding, moet het prospectus ten laatste één werkdag vóór de datum waarop de toelating tot de verhandeling ingaat, openbaar worden gemaakt. Een prospectus blijft na publicatie twaalf maanden geldig voor andere openbare aanbiedingen of andere toelatingen tot de verhandeling op een gereguleerde markt, op voorwaarde dat het wordt geactualiseerd (fsma.be).

Artikel 21, § 4 van de Prospectuswet bepaalt dat de FSMA op haar website de **lijst** publiceert met alle prospectussen die zij de afgelopen twaalf maanden heeft goedgekeurd, met de vermelding hoe die prospectussen beschikbaar zijn gesteld voor het publiek en waar zij te verkrijgen zijn en in voorkomend geval, met een hyperlink naar het prospectus dat op de website van de uitgevende instelling of van de betrokken gereguleerde markt is gepubliceerd. Als alternatief biedt de Prospectuswet de FSMA de mogelijkheid om alle prospectussen die zij de afgelopen twaalf

⁶ Zie paragraaf 3.5. 'De Underwriter of de zakenbank op de bieder'

maanden heeft goedgekeurd, te publiceren op haar website. Met die bepaling wordt een verplichting uit de Prospectusrichtlijn omgezet in Belgisch recht. Ter uitvoering daarvan heeft de FSMA beslist om alle prospectussen die zij met toepassing van de Prospectuswet heeft goedgekeurd, op haar website te publiceren. Zij publiceert echter alleen de door haar goedgekeurde taalversie van een prospectus. Eventuele vertalingen van een prospectus worden immers onder de uitsluitende bevoegdheid van de emittent gemaakt en niet door de FSMA gecontroleerd (fsma.be).

Verder publiceert de FSMA op haar website niet alleen de prospectussen, maar ook de door haar goedgekeurde documenten waarmee prospectussen worden geactualiseerd (**aanvullingen**) of die deel uitmaken van prospectussen (**registratiedocumenten** of verrichtingsnota's en samenvattingen). Bovendien heeft zij beslist om op haar website ook alle door haar goedgekeurde prospectussen over **openbare overnameaanbiedingen** te publiceren (CBFA Verslag DC 2006).

Een aanvulling op het prospectus dient gepubliceerd te worden indien er zich na de goedkeuring van het prospectus een belangrijke wijziging voordoet. Een belangrijke wijziging is elke met de informatie in het prospectus verband houdende belangrijke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid die van invloed kan zijn op de beoordeling van de beleggingsinstrumenten en zich voordoet of wordt geconstateerd tussen het tijdstip van goedkeuring van het prospectus en de definitieve afsluiting van de openbare aanbieding of, in voorkomend geval, het tijdstip waarop de verhandeling op een gereguleerde markt aanvangt. De beleggers die zich al zouden hebben verbonden, hebben gedurende minstens twee werkdagen na de publicatie van de aanvulling het recht om hun aanvaarding of inschrijving in te trekken (eubelius.com).

Via de media konden we de afgelopen jaren het nieuws over kapitaalverhogingen en IPO's en openbare overnameaanbiedingen van beursgenoteerde bedrijven volgen. 'Aandeel van de week: Thenergo'⁷, 'Taminco haalt half miljard op'⁸, 'Aandeel Polygone blijft stabiel op eerste beursdag'⁹, 'Agfa-Gevaert plant kapitaalverhoging van 148,2 miljoen euro'¹⁰, 'De erfenis van Raffaisen'¹¹ zijn enkel van de krantenkoppen, verschenen in De Standaard. Op deze manier blijft ook het brede publiek op de hoogte, zonder de zeer technisch en zakelijk geschreven prospectussen te moeten lezen. Het zijn de rechtstreeks betrokken actoren (de bedrijfsrevisor, de advocaat, de Underwriter

⁷ De Preter, W. (21 mei 2010) Aandeel van de week: Thenergo. De Standaard online.

⁸ Dendooven, P. (7 januari 2010) Taminco haalt half miljard op. De Standaard online.

⁹ BELGA, wle (10 september 2010) Aandeel Polygone blijft stabiel op eerste beursdag'. De Standaard online.

¹⁰ BELGA, loa (20 oktober 2010) Agfa-Gevaert plant kapitaalverhoging van 148,2 miljoen euro. De Standaard online.

¹¹ Deceunynck, F. (30 oktober 2010) De erfenis van Raffaisen. De Standaard online.

en natuurlijk de FSMA) die het prospectus lezen. De brochures, uitgegeven door de Underwriters en de 'Roadshows', georganiseerd door de emitterende instellingen, beogen dan weer rechtstreeks de potentiële investeerders. De verslagen van het Directiecomité van de FSMA zijn een goed toegankelijke bron die gedetailleerd berichten over de bijzondere aandachtspunten bij de goedkeuring van de prospectussen. Naast de wetgevende en reglementaire wijzigingen, de activiteiten van het directiecomité en de beslissingen die de FSMA in individuele gevallen heeft genomen tijdens het verslagjaar worden in de **verslagen van het Directiecomité** opgenomen. Hieronder vallen dus bijzondere maatregelen met betrekking tot het prospectus van emitterende ondernemingen. De verslagen van het Directiecomité van de FSMA staan, samen met de jaarverslagen, beschikbaar op de website van de FSMA. Zoals de verslagen van andere ondernemingen, is het taalgebruik hier echter weer vrij technisch, waardoor weinig particuliere beleggers zich gaan verdiepen in deze verslagen. In bijlage 10.6. is een samenvatting van de in de verslagen van het Directiecomité opgenomen 'curiositeiten' bij kapitaalverhogingen, IPO's en openbare overnameaanbiedingen van de jaren 2004 tot en met 2009.

3.2.1.3. Verantwoordelijke organen binnen de FSMA

Men kan zich nu afvragen wie er binnen de FSMA de eindverantwoordelijke is voor de controle, goedkeuring en de publicatie van de prospectussen. De verantwoordelijkheid ligt bij de voorzitter van het directiecomité van de FSMA. Hij vertegenwoordigt de FSMA jegens derden en in rechte. Momenteel is Jean-Paul Servais de voorzitter, hij volgt Eddy Wymeersch op.

De FSMA is overigens vertegenwoordigd in de drie voornaamste **Europese overleginstaties** op financieel gebied:

- European Banking Authority (EBA);
- European Insurance and Occupational Pensions (EIOPA);
- European Securities and Markets Authority (ESMA).

Deze laatste organisatie verdient extra aandacht daar zij instaat voor de implementatie van de wetgeving betreffende het prospectus, uitgevaardigd door de Europese Commissie. In België worden de instructies of 'aanbevelingen' van de ESMA dus opgevolgd door de FSMA.

3.2.1.4. De Lamfalussy structuur: Comités op vier niveaus

Op 20 februari 2004 publiceerde de Europese Unie een advies van de Europese Centrale Bank voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richt- lijnen 73/239/EEG,

85/611/EEG, 91/675/EEG, 93/6/EEG en 94/19/EG van de Raad en van de Richtlijnen 2000/12/EG, 2002/83/EG en 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad met het oog op de instelling van een nieuwe comitéstructuur voor financiële diensten. Dit richtlijnvoorstel maakt deel uit van een pakket maatregelen om het zogenaamde '**Lamfalussy-proces**' voor financiële regelgeving uit te breiden van het effectenbedrijf naar het bank- en verzekeringswezen en de sectoren bedrijfspensioenen en beleggingsondernemingen (icbe's).

Het Lamfalussy-proces heeft tot doel om voor de sector van financiële diensten het wetgevingsproces in de EU te vereenvoudigen en te versnellen middels een vierstappenplan. In dit proces zorgen de Europese instanties onder leiding van de Commissie alleen nog voor het politieke kader. De uitwerking van technische en gedetailleerde uitvoeringsbepalingen wordt daarentegen verzorgd door de Commissie, met ondersteuning van vier **technische comités**.

De speciaal opgerichte technische comités worden geleid door de Commissie en bestaan uit vertegenwoordigers op hoog niveau van de nationale ministeries van financiën. Ze vervullen slechts een adviserende rol met betrekking tot de technische uitvoeringsbepalingen. De werkzaamheden van deze technische comités vallen onder niveau 2 van het Lamfalussy-proces. Ook zijn in het kader van het Lamfalussy-proces deskundigencomités opgericht. Deze zijn verantwoordelijk voor een evenwichtige informatie-uitwisseling en garanderen door het opstellen van normen en richtsnoeren een consequente omzetting van de Europese wetgeving. Daarnaast zorgen ze voor onderlinge afstemming van de toezichtpraktijken op de Europese markt voor financiële diensten. De werkzaamheden van deze **deskundigencomités** vallen onder niveau 3 (infoeuropa.sliven.bg).

De deskundigencomités bestaan uit afgevaardigden op hoog niveau van de nationale toezichthouders. In het Comité voor banktoezicht zijn bovendien de nationale centrale banken vertegenwoordigd. In dit onderzoek concentreren we ons enkel op de ESMA, dat aanbevelingen uitvaardigt betreffende de inhoud van prospectuselementen.

Niveau 1 betreft de implementatie in de nationale wetgeving van de door niveau 2 en 3 uitgevaardigde richtlijnen. Zo werd de de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG omgezet door de Belgische wetgever in de 'Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van de beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op de gereguleerde markt'. De Prospectuswet wordt in paragraaf 4.3. besproken.

Tabel 1 De instellingen op niveau 2 en 3 van de Lamfalussystructuur voor effecten, bankwezen, verzekeringen en bedrijfspensioenen.

	Technische comités (niveau 2)	Deskundigencomités (niveau 3)
Sector		
Effecten	Europees Comité voor het effectenbedrijf (European Securities Committee, ESC)	Comité van Europese effectenregelgevers: European Securities and Markets Authority (ESMA)
Bankwezen	Europees Comité voor het bankwezen (European Banking Committee, EBC)	Comité van Europese banktoezichthouders: European Banking Authority (EBA)
Verzekeringen en bedrijfspensioenen	Europees Comité voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (European Insurance and Occupational Pensions Committee, EIOPC)	Comité van Europese toezichthouders op verzekeringen en bedrijfspensioenen: European Insurance and Occupational Pensions (EIOPA)

3.2.2. ESMA

De ESMA is het niveau 3 comité voor de effectensector en de financiële dienstverlening binnen de zogenoemde Lamfalussy structuur. In de ESMA zijn de Europese effectentoezichthouders vertegenwoordigd. Het secretariaat van de ESMA is gevestigd in Parijs. De ESMA is ontstaan op 1 januari 2011 uit het vroegere Committee of European Securities Regulators (CESR).

Het CESR is opgericht op basis van een besluit van de Europese Commissie (EC) van 6 juni 2001 (2001/527/EC). De landen van de European Economic Area (dit zijn de landen van de Europese Unie plus IJsland, Liechtenstein en Noorwegen) en de EC nemen deel als waarnemer.

De rol van CESR is drieledig:

- 1) Het verbeteren van de **coördinatie tussen de toezichthouders** op het effectenverkeer - in België is dit de FSMA – door het ontwikkelen van effectieve mechanismen om het operationeel netwerk te versterken en van dag tot dag een consistent toezicht te voeren en de interne markt voor financiële diensten te handhaven. Nadat overeenstemming wordt bereikt over een multilateraal Memorandum of Understanding (MoU¹²), heeft het CESR een belangrijke bijdrage geleverd tot een beter toezicht en handhaving van de effectenuitgiftes;
- 2) Fungeren als een **adviesgroep** die de EU Commissie bijstaat, met name bij de voorbereiding van ontwerp-uitvoeringsmaatregelen van de EU-kaderrichtlijnen op het gebied van effecten;
- 3) Zorgen voor een meer consistente en tijdige dag-op-dag implementatie van de **gemeenschapswetgeving** in de Lidstaten.

3.3. De Underwriter of de zakenbankier of de bidder

Een belangrijke rol is weggelegd voor de financiële instelling(en) die de beursintroductie begeleid(en). De Underwriter verricht een openbaar aanbod of dient de aanvraag in voor de toelating tot de notering. De juiste keuze van een Underwriter is van cruciaal belang. De emittent moet weten dat er voor de prijszetting van haar aandelen verschillende methodologieën en aanbodingskenmerken zijn; dat de Underwriter kwalitatief goede investeerders moet aantrekken; dat de capaciteit voor de verwerking van de orders moet bepaald worden en tenslotte hangt ook veel af van het marketingproces van de IPO. De aanstelling grijpt meestal plaats na een zogenaamde 'beauty contest'. Concreet kan het gaan om een bank, een beursvennootschap of een syndicaat van samenwerkende banken. De bank die de hoogste verantwoordelijkheid draagt voor de verrichting, zowel voor het management, de onderschrijving (de **Underwriting**¹³), als de

¹² Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities: het doel van deze Multilaterale Memorandum of Understanding is om een algemeen kader op te stellen voor samenwerking en overleg tussen de Overheden om hen bij te staan in het voldoen aan hun toezichthoudende verantwoordelijkheden.

¹³ Bij een Underwriting verbindt de Lead Manager zich ertoe om een deel van de uitgifte te onderschrijven en deze vervolgens zelf in het publiek te plaatsen. Een underwriting heeft als voordeel dat het succes van de operatie is verzekerd, maar de keerzijde van de medaille is dat hier een kostprijs aan is verbonden voor de onderneming en/of de verkopende aandeelhouders (Janssens, 2005). Bij hard underwriting (enkel in geval van uitgifte van nieuwe aandelen) schrijven de banken in ieder geval in (ook wanneer er geen enkele andere

plaatsing, wordt de Lead Manager of Global Coördinator en Bookrunner genoemd. Deze verwerkt het grootste deel van de orders. Indien meerdere banken deze functie samen bekleden spreekt men van Joint Lead Managers of Joint Global Coördinator en Joint Bookrunners. Deze verwerken volgens Marnix Verplancke doorgaans ongeveer 20% van de orders. De identiteit van de Lead Manager is een soort van kwaliteitslabel voor de operatie. Bepaalde financiële instellingen hebben een reputatie opgebouwd op het vlak van beursintroductions en hebben een uitgebreid netwerk aan contacten met potentiële investeerders. De Lead Manager zal de onderneming waarderen en zal deelnemen aan de voorbereiding van de emittent met het oog op de beursintroduction. Naarmate de operatie vordert zal de Lead Manager nagaan of andere financiële instellingen zijn geïnteresseerd (Janssens, 2005). Een bank die enkel betrokken wordt bij de onderschrijving en de plaatsing van de effecten en 5 tot 15 % van de orders verwerkt, maar niet bij het management van de verrichting wordt Co-Manager genoemd. Een financiële instelling die enkel verantwoordelijk is voor de plaatsing van de effecten is een Selling Agent. Daarnaast kan men een bankensyndicaat onderverdelen in banken die verantwoordelijk zijn voor de publieke verrichting, de zogenaamde Retail Offering (Van Eenoo, 2008). Het voordeel van een begeleiding door verscheidene financiële instellingen (dus een syndicaat) is dat het cliënteel van al deze instellingen kan worden aangesproken en de loketten of filialen van ieder van de leden van het syndicaat zullen instaan voor de promotie van de transactie (Janssens, 2005).

Op de kapt van een prospectus staan de logo's van het bedrijf en de Underwriters. Bij de grote kapitaalverhogingen (van meer dan 5 miljoen euro) is er meestal een syndicaat van banken betrokken. De hiërarchie van de (Joint) Global Coördinator, de (Joint) Lead Manager, Co-Manager en tenslotte de Selling Agent wordt weergegeven op de kapt van het prospectus.

investeerder is). Bij soft underwriting schrijven de banken enkel in op de resterende aandelen indien er voor een deel van de aandelen investeerders gevonden zijn.



Commanditaire vennootschap op aandelen, Vastgoedbeleggingsvennootschap met vast kapitaal,
gevestigd te Waversesteenweg 1945, 1160 Oudergem - België
Ondernemingsnummer 0455.825.167, RPR Brussel

OPENBAAR AANDOOD TOT INSCHRIJVING
OP NIEUWE AANDELEN BEFIMMO Comm.VA
IN HET KADER VAN EEN KAPITAALVERHOOGING
IN GELD, MET VOORKEURRECHT,
IN DE ORDE VAN GROOTTE VAN 165 miljoen EUR

AANVRAAG TOT INSCHRIJVING OP DE SEREGLEMENTEERDE MARKTEN
VAN EURONEXT BRUSSELS EN EURONEXT PARIS

De uitgifteprijs zal oegenomen worden in het supplement aan dit Prospectus. Dit Prospectus dient samen met het supplement gelezen te worden, waarmede het één geheel vormt.

Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Dexia Bank België NV, Fortis Bank NV en ING België NV

'Joint Bookrunners'
'Joint Global Coordinators'

Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Dexia Bank België NV, Fortis Bank NV, ING België NV en
KBC Securities NV

'Joint Lead Managers'

juni 2009

Figuur 4 Kaft van het prospectus van de kapitaalverhoging in juni 2009 van Befimmo



AXA Bank Europe SCF
€ 5,000,000,000

Euro Medium Term Note Programme

for the issue of obligations foncières due from one month from the date of original issue

Under the Euro Medium Term Note Programme described in this Base Prospectus (the "Programme"), AXA Bank Europe SCF (the "Issuer"), subject to compliance with all relevant laws, regulations and directives, may from time to time issue obligations foncières (the "Notes"), benefiting from the statutory privilege created by Article L.313-13 of the French Monetary and Financial Code (*Code monétaire et financier*), as more fully described herein (the "Privilege").

The aggregate nominal amount of Notes outstanding will not at any time exceed € 5,000,000,000 (or its equivalent in other currencies) at the date of issue.

Application has been made to the *Commission de surveillance du secteur financier* for approval of this Base Prospectus in its capacity as competent authority in Luxembourg under the *loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières* dated 10 July 2005 which implements the Directive 2003/71/EC of 4 November 2003 in Luxembourg.

Application may be made to the Luxembourg Stock Exchange during a period of twelve (12) months after the date of this Base Prospectus for Notes issued under the Programme to be listed on the Official List of the Luxembourg Stock Exchange and admitted to trading on the regulated market of the Luxembourg Stock Exchange. The regulated market of the Luxembourg Stock Exchange is a regulated market for the purposes of the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 (a "Regulated Market"). Notes issued under the Programme may also be unlisted or listed and admitted to trading on any other market, including any other Regulated Market in any Member State of the European Economic Area ("EEA"). The relevant final terms (a form of which is contained herein) in respect of the issue of any Notes (the "Final Terms") will specify whether or not such Notes will be listed and admitted to trading on any market and, if so, the relevant market.

Notes may be issued either in dematerialised form ("Dematerialised Notes") or in materialised form ("Materialised Notes") as more fully described herein.

Dematerialised Notes will at all times be in book-entry form in compliance with Articles L.211-3 *et seq.* of the French Monetary and Financial Code (*Code monétaire et financier*). No physical documents of title will be issued in respect of the Dematerialised Notes.

Dematerialised Notes may, at the option of the Issuer, be (i) in bearer form (*au porteur*) inscribed as from the issue date in the books of Euroclear France (acting as central depository) which shall credit the accounts of the Account Holders (as defined in "Terms and Conditions of the Notes - Form, Denomination, Title and Redenomination") including Euroclear Bank S.A./N.V. ("Euroclear") and the depository bank for Clearstream Banking, *société anonyme* ("Clearstream, Luxembourg"), or (ii) in registered form (*au nominatif*) and, in such latter case, at the option of the relevant Noteholder (as defined in "Terms and Conditions of the Notes - Form, Denomination, Title and Redenomination"), in either fully registered form (*au nominatif pur*) in which case they will be inscribed in an account maintained by the Issuer or by a registration agent (appointed in the relevant Final Terms) for the Issuer, or in administered registered form (*au nominatif administré*) in which case they will be inscribed in the accounts of the Account Holders designated by the relevant Noteholder.

Materialised Notes will be in bearer materialised form only and may only be issued outside France. A temporary global certificate in bearer form without interest coupons attached (a "Temporary Global Certificate") will initially be issued in relation to Materialised Notes. Such Temporary Global Certificate will subsequently be exchanged for definitive Materialised Notes with, where applicable, coupons, for interest or values attached (the "Definitive Materialised Notes"), on or after a date expected to be on or about the fortieth (40th) day after the issue date of the Notes (subject to postponement as described in "Temporary Global Certificate in respect of Materialised Notes") upon certification as to non-US beneficial ownership as more fully described herein. Temporary Global Certificates will (a) in the case of a Tranche (as defined in "Terms and Conditions of the Notes") intended to be cleared through Euroclear and/or Clearstream, Luxembourg, be deposited on the issue date with a common depository for Euroclear and Clearstream, Luxembourg, and (b) in the case of a Tranche intended to be cleared through a clearing system other than or in addition to Euroclear and/or Clearstream, Luxembourg or delivered outside a clearing system, be deposited as agreed between the Issuer and the relevant Dealer(s) (as defined below). In the case of a Tranche which is not intended to be cleared through a clearing system, the Notes of such Tranche cannot be listed on the Official List of the Luxembourg Stock Exchange and admitted to trading on the Regulated Market of the Luxembourg Stock Exchange.

Notes issued under the Programme are expected to be rated AAA by Standard & Poor's Rating Services and Fitch Ratings. The rating of Notes will be specified in the relevant Final Terms. A security rating is not a recommendation to buy, sell or hold securities and may be subject to suspension, change or withdrawal at any time by the rating agency without notice. The ratings address the likelihood of full and timely receipt by any of the relevant Noteholders of interest on the Notes and the likelihood of receipt by any relevant Noteholder of principal of the Notes by the relevant Maturity Date specified in the relevant Final Terms.

See "Risk Factors" below for certain information relevant to an investment in the Notes to be issued under the Programme.

ARRANGER
BNP PARIBAS

PERMANENT DEALERS

BNP PARIBAS
CREDIT AGRICOLE CIB
NATIXIS

SOFA MERRILL LYNCH
HSBC
SOCIETE GENERALE
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

The date of this Base Prospectus is 13 October 2010

Figuur 5 Kaft van het prospectus van de uitgifte van obligaties door AXA op 13 oktober 2010

Verder bieden de Lead Managers **assistentie doorheen alle fasen van de transactie**:

- algemene coördinatie van het proces en coördinatie van de andere betrokken adviseurs;
- het structureren van de aanbieding;
- due diligence¹⁴ ;
- samenstellen van het dossier voor de notering en/of effectenuitgifte;
- opmaken van het ontwerp-prospectus;
- een indicatieve waardering van de kapitaaltransactie;
- samenwerking met de wetgevende autoriteiten;
- aanbeveling van en organisatie van een gepast bankensyndicaat;
- de marketing, het publiek maken van het aanbod na de goedkeuring ervan door de FSMA, het ter beschikking stellen van eigen loketten voor de intekening en een eventuele eigen afname-plicht (De Boeck, 2005);
- organisatie van roadshows;
- adviseren over prijszetting en finale allocatie van de aandelen aan de beleggers;
- afhandelen van de transactie.

3.4. De adviseurs

De **financiële** adviseur adviseert over transparantie, rapportering, bedrijfsrevisoren, wetten, belastingen, milieu, subsidies en biedt inzicht in het vermogen van de emittent.

De **juridische** adviseur van de Underwriters (Underwriters' Counsel) ondersteunt het bankensyndicaat in verschillende deelaspecten van de verrichting. Hij verstrekt juridisch advies aan de Underwriters en speelt een rol in het kader van de vereiste werkzaamheden die de Underwriters moeten respecteren. Hij stelt een draft op van de 'Underwriting Agreement', de 'Research Guidelines'¹⁵, de 'Agreement Among Managers' (ook soms de Memorandum of Understanding tussen de verschillende syndicaatsleden genoemd) en hij doet een analyse van het due diligence rapport afkomstig van de Issuer's Counsel. Indien dit rapport tekort schiet of voor een of andere

¹⁴ Zie paragraaf 3.7. Due diligence

¹⁵ De 'Research Guidelines' omvatten onder andere instructies betreffende de verspreiding van de analistenverslagen, de dag wanneer het eerste ontwerp moet overgemaakt worden aan de begeleidende banken, het tijdstip wanneer het finale rapport moet afgeleverd worden en wanneer de rapporten moeten verspreid worden (Van Eenoo, 2008). Meer over de Analyst research: zie paragraaf 5.2. Het IPO Proces

reden niet voldoet aan de (hoge) eisen van de Underwriters, dan kan de Underwriters Counsel zelf specifieke bijkomende onderzoeken verrichten opdat de Underwriters voldoende inzicht zouden krijgen in eventuele specifieke risico's. De Underwriters' Counsel zal eveneens alle documenten controleren die de Issuer's Counsel heeft opgesteld (Van Eenoo, 2008). Hij vertegenwoordigt bovendien de Underwriter in onderhandelingen.

De juridische adviseur of advocaat van de uitgevende instelling (**Issuer's Counsel**) staat de onderneming bij gedurende de volledige verrichting. Hij verstrekt juridisch advies aan de emittent in het kader van het opstellen van het prospectus. Afhankelijk van de afspraken tussen de emittent en de zakenbanken, zal de juridisch adviseur een **due diligence**¹⁶ doen en een rapport hierover opstellen. Verder staat hij de onderneming ook bij voor het aanpassen van haar statuten, het opstellen van vereiste aktes wanneer de verrichting gepaard gaat met een kapitaalverhoging, het samenroepen van de vereiste raden van bestuur of algemene vergadering en het opstellen van een vereist corporate governance charter. Hij zal de onderneming ook bijstaan bij het opstellen van het prospectus en het onderhandelen van de verschillende overeenkomsten die naar aanleiding van de verrichting gesloten worden. De juridisch adviseur van de emittent zal ook zo snel mogelijk de '**Publicity Guidelines**' opstellen. Dit is een leidraad voor de onderneming waarin uiteengezet wordt hoe men moet omgaan met niet publieke informatie en wie, wat en onder welke omstandigheden informatie publiek gemaakt mag worden (Van Eenoo, 2008). Hij adviseert het bedrijf over de underwriting agreement. Verder geeft hij adviezen over mogelijke promotie en onderzoeken en adviseert in overleg met autoriteiten. Tenslotte wijst hij de onderneming ook op de mogelijke gevolgen van een lock-up¹⁷ stand-still¹⁸, overinschrijving en de daaruit resulterende Greenshoe¹⁹. Deze dienen om vertrouwen en stabiliteit te zoeken op de markt.

De **commissaris**/bedrijfsrevisor van de uitgevende instelling moet overeenkomstig de Verordening een zeker aantal verslagen met betrekking tot de financiële overzichten in het prospectus uitbrengen en zal in vele gevallen de enige betrokken bedrijfsrevisor zijn. Deze publieke rapporten worden gepubliceerd in het prospectus. De Underwriters zullen aan de bedrijfsrevisor bijkomende garanties vragen over de financiële gegevens die in het prospectus voorkomen (Van Eenoo, 2008). De bedrijfsrevisor presenteert zijn bevindingen daarop in een private Comfort Letter²⁰. Bij meer ingewikkelde transacties kunnen meerdere bedrijfsrevisoren betrokken zijn onder meer in geval van de beoordeling van pro forma financiële informatie over de bedrijfscombinaties en andere complexe financiële historische transacties.

¹⁶ zie paragraaf 3.7. 'Due diligence'

¹⁷ verbod / beperking op de verkoop van aandelen, volgende uit een IPO

¹⁸ verbod / beperking op de uitgifte van nieuwe aandelen, volgende uit een IPO

¹⁹ Een Greenshoe is het dekken van de 'short' positie van de Lead Manager door hen een call-optie (op bestaande aandelen) of een warrant (op nieuwe aandelen) aan de Lead Manager te verlenen. Hierdoor kan de Lead Manager nieuwe aandelen uitgeven om de prijs te stabiliseren. Als alternatief kan de Lead Manager ook aandelen op de markt kopen (= stabilisatie).

²⁰ Zie paragraaf 6.7. Comfort Letters

Wat betreft de keuze van audit- en advocatenkantoren worden voor kapitaalverhogingen en IPO's meestal de Big Four aangeschreven en een aantal gerenommeerde advocatenkantoren: Linklaters, Stibbe, Eubelius, DLA Piper,... Ook de 'Golden cirkel' genoemd.

De advocaten en de bedrijfsrevisor kunnen dus niet gezien worden als zij die het prospectus openbaar gemaakt hebben, ze zullen zich beperken tot bijvoorbeeld het geven van een legal opinion of Comfort Letter²¹, terwijl het prospectus verder uiteraard verwijst naar de door de bedrijfsrevisor gecontroleerde historische financiële overzichten.

Verder zijn er, zoals bij de waardering van een onderneming, nog een aantal **deskundigen** betrokken: vastgoeddeskundigen, milieudeskundigen, deskundigen op vlak van intellectuele eigendom enz.

3.5. Due diligence

Opdat de beursgang zo weinig mogelijk verdoken risico's zou hebben, is het nodig dat de Underwriters en advocaten voldoen aan hun 'due diligence'. Dit is het **onderzoek** of audit van de onderneming, waarbij de onderneming volledig wordt doorgelicht. Er wordt gefocust op de financiële informatie, de sterktes en zwakten, risico-identificatie, de volledigheid en accuraatheid van het prospectus. Deze due diligence verklaringen worden vastgelegd in 'legal opinions' en Comfort Letters. Er zijn verschillende types due diligence: Operationeel, juridisch, financieel, fiscaal, strategisch onderzoek met betrekking tot de (intellectuele) eigendom. Voor de **juridische** due diligence gaan de advocaten van zowel de onderneming als van de Lead Manager focussen op een aantal aandachtspunten, namelijk het kapitaal, aandelen en eigendomstructuur; opties, warrants en beloningsschema's; pre-IPO herstructurerings, desinvesteringen; corporate governance en wettelijke toepassingen (vergunningen, licenties,..); contracten; intellectuele eigendom en IT (patenten, vrijheid om te opereren) en procesvoering.

De **operationele** due diligence betreft de situering van de positie van het bedrijf in de markt. Er wordt nagegaan of het opgestelde business plan realistisch is (Janssens, 2005). De emittent dient hiervoor een degelijk business plan op te stellen waarin haar strategie en acties duidelijk worden uiteengezet. Er dienen een aantal financiële vooruitzichten te worden gegeven, met name de opbrengstgroei, de winstmarges en de financiële noden.

²¹ Milants, G. (2004) Een beursintroduktie praktisch bekeken, Bank- en Financiewezen, 2004-369

De Underwriter moet een tijdschema maken en een gedetailleerde taakverdeling opstellen, het business plan nakijken en zorgen voor een follow-up. Verder houdt de Underwriter rekening met de bedrijfstak, de mogelijke beurstechnologieën, de klantenbasis, de marktspelers, de aandelenwaardering, het product, de distributie en de marketing. De wetgevende omgeving is tenslotte ook heel belangrijk. Omdat een IPO ook een invloed heeft op de reputatie van de Lead Manager, zal deze zich aan de hand van het due diligence onderzoek willen verzekeren van de kwaliteit van het management van de onderneming en van de risico's die aan de onderneming zijn verbonden. Bepaalde tekortkomingen die door het onderzoek aan het licht komen, worden dan in onderling overleg tussen de verschillende betrokkenen weggewerkt. Het due diligence onderzoek is een zeer belastend proces voor het management. Niet alleen moeten zij alle informatie voorbereiden en op een overzichtelijke wijze ordenen, bovendien moeten zij beschikbaar zijn om tijdens het due diligence proces vragen te beantwoorden.

De bedrijfsrevisor heeft geen verplichtingen inzake due diligence. Hij voert wel een aantal werkzaamheden uit inzake de IFRS-restatements. Wat betreft de accounting regels gaat de bedrijfsrevisor na of de historisch financiële informatie, opgenomen in het prospectus, in overeenstemming is met de IFRS regels. De historische rekeningen van de laatste twee jaren moeten vergelijkbaar zijn met de post-IPO rekeningen (i.e., IFRS). De IFRS restatement van (minstens) de laatste twee jaren moet een cashflow overzicht, de IFRS toelichtingen en pro-forma aanpassingen bevatten. De bedrijfsrevisor levert een verslag af over de herschreven IFRS rekeningen en presenteert deze in het vereiste format. Verder kan de bedrijfsrevisor ook advies geven over de interne rapporteringsprocedures.

De laatste experts, de advocaten, dienen alle bestaande **juridische materies** (intellectuele eigendom, arbeids- en reclamewetgeving, procesvoering..) te evalueren. Verder staan ze ook in voor de opstelling en implementatie van de nodige juridische zaken (corporate governance,..).

4. Overzicht van bestaande wet- en regelgeving omtrent het prospectus

4.1. De Prospectusrichtlijn

De **Prospectusrichtlijn** is de Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

De wet legt aan ieder die openbaar beleggingsinstrumenten wil aanbieden of beleggingsinstrumenten op een gereguleerde markt wil laten verhandelen, de verplichting om voorafgaandelijk een prospectus te publiceren. Dit prospectus moet vooraf worden goedgekeurd, naargelang het geval, door de FSMA in België dan wel door de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte (EER).

Volgens Bogaerts en Van Bever (2007) is één van de fundamentele **doelstellingen** van de Prospectusrichtlijn om door de publicatie van 'passende, volledige, adequate en zo objectief mogelijke' informatie over de beleggingsinstrumenten en de emittent, de bescherming van de beleggers te bevorderen. Een prospectus is bijgevolg een wezenlijk instrument van **beleggersbescherming** (Peeters en Van Dyck, 2006). Op grond van de Prospectusrichtlijn is het niet toegestaan om verhandelbare effecten aan het publiek aan te bieden zonder de publicatie van een door een bevoegde autoriteit goedgekeurd prospectus. Daarnaast is ook elke notering van effecten op een gereguleerde markt gebonden aan de publicatie van een goedgekeurd prospectus. De Prospectusrichtlijn heeft als belangrijkste doel het **harmoniseren** van de eisen inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus dat wordt gepubliceerd wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt. Een andere belangrijke component van beleggersbescherming, zijn de gedragsregels voor financiële tussenpersonen²². De aanbevelingen vergemakkelijken niet enkel de uitvoering van de regels doorheen de EU maar nemen ook, volgens het openbaar consultatieproces, de inzichten van marktdeelnemers in aanmerking.

²² Dit zijn de Underwriters. L. Van Bever (2004) 'Gedragsregels voor financiële tussenpersonen', in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.) Financiële wetgeving - De tussenstand 2004, Biblo, Kalmthout, 2005, p. 226-319, met verdere verwijzingen.

Op 11 december 2010 werd deze Richtlijn gewijzigd na een evaluatie door de Europese Commissie²³. Deze **bijschaving** – doorgevoerd door voormelde richtlijn van 24 november 2010 – bevat een aantal belangrijke wijzigingen voor de praktijk. Zo wordt het toepassingsgebied aangepast in functie van de 'technische ontwikkelingen op de financiële markten, met inbegrip van de inflatie'. Verder wordt de definitie van 'gekwalificeerde belegger' gespecificeerd. Op die manier wordt vermeden dat in de verschillende regelgevingen een andere definitie van het begrip 'gekwalificeerde belegger' wordt gebruikt. Omdat de samenvatting van het prospectus een belangrijke bron van informatie is voor de belegger en in de praktijk vaak het enige deel is dat wordt gelezen, wordt voortaan de inhoud hiervan gepreciseerd, zie 5.3.2. 'Vorm van het prospectus. Naast deze wijzigingen, zijn er ook een aantal technische aanpassingen en specificaties inzake de geldigheidstermijn van het prospectus, de verplichting tot aanvulling van het prospectus, enz. De wijzigingsrichtlijn moet uiterlijk op 1 juli 2012 omgezet zijn in Belgische wet (Janssens, 2010).

Bij de Prospectusrichtlijn hoort Verordening 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 (hierna de '**Prospectusverordening**' genoemd). De Prospectusverordening beschrijft in detail elke relevante vereiste waaraan een prospectus moet voldoen. Daarnaast heeft de ESMA (toen: CESR) op 10 februari 2005 (CESR/05-54b) aanbevelingen gepubliceerd over bepaalde onderwerpen uit de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening (Vanderheyden, 2007). In deze aanbevelingen worden de bekende 'Building Blocks'²⁴ opgenomen. Deze zijn een grote steun voor alle betrokken actoren bij het opstellen van het prospectus. Deze aanbevelingen worden regelmatig opgefrist op basis van praktijkervaringen.

De Prospectusrichtlijn is gebaseerd op het principe van totale harmonisatie, d.w.z. dat lidstaten voor verrichtingen die binnen het toepassingsgebied van de Richtlijn vallen naast de voorschriften uit de richtlijn en de bijbehorende verordening geen eigen nationale voorschriften mogen toevoegen. Dit betekent een belangrijke stap in de verdere integratie van Europese effectenmarkten (Vanderheyden, 2007).

²³ Richtlijn 2010/73/EU van 24 november 2010, Pb. EU, nr. L 327 van 11 december 2010

²⁴ Zie paragraaf 5.3.4. 'Bouwstenen'

4.2. De Prospectusverordening

De **Prospectusverordening** is Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties.

Het prospectus moet worden opgesteld volgens een vooraf vastgesteld schema, dat verschilt al naargelang de openbare aanbieder betrekking heeft op een bedrag hoger of lager dan 5.000.000 euro. Voor openbare aanbiedingen van 5.000.000 euro of meer op de gereguleerde markt (Euronext Brussels) moet een prospectus worden opgesteld volgens het schema van de Prospectusverordening.

De openbare aanbiedingen voor een bedrag van minder dan 2.500.000 euro – de meest voorkomende hypothese op de Vrije Markt (Alternext Brussels) – moeten het schema volgen dat is opgenomen als bijlage aan het Koninklijk besluit van 31 oktober 1991. Het schema van toepassing op de aanbiedingen van meer dan 2.500.000 euro is veel strenger, maar heeft als voordeel dat het aan het prospectus een Europese dimensie geeft, die interessant kan zijn voor sommige operaties. Gezien ze steunen op de Prospectusverordening, kunnen deze prospectussen, wanneer ze zijn goedgekeurd door de FSMA, een erkenning genieten in alle landen van de Europese Economische Ruimte waarnaar de aanbieder zou kunnen worden uitgebreid. De Wet van 16 juni 2006 maakt het emittenten, die overgaan tot een openbare aanbieder van minder dan 2.500.000 euro, mogelijk toch van deze Europese dimensie te profiteren door hen de keuze te laten om zich vrijwillig te onderwerpen aan het schema van de Prospectusverordening (FSMA.be).

4.3. De Belgische Prospectuswet

Op 16 juni 2006 werd de Prospectusverordening omgezet in Belgische wetgeving. De Prospectuswet stelt de publicatie van een vooraf door de FSMA goedgekeurd prospectus verplicht voor de openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten op het Belgische grondgebied (CBFA Verslag DC 2006).

De 'Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van de beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op de gereguleerde markt' zorgde voor de omzetting in België van de Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van de Richtlijn 2003/71/EG.

De Prospectusrichtlijn moest uiterlijk op 1 juli 2005 door de Lidstaten omgezet zijn in nationale regelgeving. Deze deadline werd dus door de Belgische wetgever pas in juni 2006 gehaald. In de periode tussen juli 2005 en juni 2006 konden de meeste bepalingen van de Prospectusrichtlijn rechtstreeks worden toegepast. Omdat de implementatie in de Belgische wetgeving op zich liet wachten, heeft de Commissie in juni 2005 een mededeling gepubliceerd waarmee zij de markt informeerde over haar beleid, vanaf 1 juli 2005, voor de behandeling van dossiers over openbare aanbiedingen en toelatingen tot de verhandeling op een gereguleerde markt. In haar mededeling onderstreept de Commissie in de eerste plaats dat de wet van 22 april 2003 betreffende de openbare aanbiedingen van effecten en haar uitvoeringsbesluiten, in de tussentijdse fase van 1 juli 2005 tot de volledige omzetting van de Richtlijn in Belgisch recht, het algemene kader blijven vormen voor de door de Richtlijn beoogde verrichtingen, zij het op een aantal aanpassingen na. Voor de uitgevende instellingen betekende dit dan ook dat zij hun voordeel konden blijven doen met de bepalingen van het Belgische recht als die voor hen gunstiger zijn dan de bepalingen van de Prospectusrichtlijn (CBFA Verslag DC 2005). Op de website van de FSMA dateert de eerste gepubliceerde prospectus van augustus 2005. Tijdens deze overgangperiode hebben nog een aantal prominente beursgangen en kapitaalverhogingen plaatsgevonden, allemaal in overeenstemming met de mededeling van de FSMA betreffende haar beleid met betrekking tot prospectussen. Een aantal voorbeelden van beursgangen en kapitaalverhogingen die in deze overgangperiode hebben plaatsgevonden zijn Galapagos N.V., Telenet Groep Holding N.V., Zetes Industries, Innogenetics, Option Trading Company, Realo, Archimedes en Devgen. Door de richtlijn toe te passen alsof het een Verordening was, behoorde België de facto tot de beste leerlingen van de klas. Dit is consistent met de houding van Lidstaten zoals bijvoorbeeld Duitsland en Engeland die het belang van een getrouwe en correcte omzetting eveneens onderkennen (Peeters en Van Dyck, 2006).

De wet van 22 april 2003 maakte nog geen melding van de prospectusplicht. Ik ga echter enkel dieper in op de openbare aanbiedingen en openbare overnameaanbiedingen die met prospectus zijn verricht.

4.3.1. Toepassingsgebied: 'openbare aanbidding' op de 'gereguleerde markt'

Het artikel 3, paragraaf 1 Prospectuswet, 1° geeft een definitie van 'openbare aanbidding':

- a) In om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling
- b) waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbidding en de aangeboden beleggingsinstrumenten wordt verstrekt om de belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze beleggingsinstrumenten te besluiten en
- c) die wordt verricht door de persoon die in staat is om de beleggingsinstrumenten uit te geven of over te dragen, dan wel door een persoon die handelt voor rekening van laatstgenoemde persoon.'

De toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt is op grond van artikel 17 van de Prospectuswet onderworpen aan de prospectusplicht, ook al gaat deze niet gepaard met een openbare aanbidding.

Het betreft aldus:

1. Elke Belgische of buitenlandse gereguleerde markt
2. Elke Belgische georganiseerde markt die met toepassing van artikel 3 van de Wet van 2 augustus 2002 erkend is als gereguleerde markt²⁵
3. Elke secundaire markt voor financiële instrumenten die is georganiseerd door een marktonderneming waarvan de Staat van herkomst een andere lidstaat van de EER is dan België, en die door deze lidstaat is erkend als gereguleerde markt met toepassing van artikel 1.

4.3.2. Toepassingsgebied razione loci

Op grond van het principe van de 'ratione loci' is de Prospectuswet niet alleen van toepassing op verrichtingen op het Belgische grondgebied, maar ook op bepaalde verrichtingen buiten het grondgebied van België. Geharmoniseerde verrichtingen zijn verrichtingen waarbij één Lidstaat de

²⁵ Heden bevat de lijst van de FSMA met gereguleerde markten de volgende markten: de markt 'Eurolist by Euronext', de 'Trading Facility' markt en de markt voor afgeleide producten van Euronext Brussels, alsook de secundaire buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten. Deze informatie werd teruggevonden via www.FSMA.be, laatst geraadpleegd op 18 oktober 2010

exclusieve bevoegdheid heeft om het prospectus goed te keuren. Het prospectus krijgt dan een Europees paspoort²⁶.

Voor niet geharmoniseerde verrichtingen ligt de bevoegdheid bij de FSMA om het prospectus goed te keuren. Het prospectus moet dan in iedere Lidstaat waar er effecten worden uitgegeven, goedgekeurd worden²⁷.

4.3.3. Uitsluitingen uit het toepassingsgebied inzake het private karakter van het aanbod (de 'Safe Harbour'- regeling)

De Prospectuswet preciseert 5 criteria, die bepalen wanneer een aanbieding **geen openbaar karakter** heeft:

- De aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die uitsluitend gericht zijn aan gekwalificeerde beleggers;
- De aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die, per lidstaat van de EER, gericht zijn aan minder dan 100 natuurlijke of rechtspersonen die geen gekwalificeerde beleggers zijn;
- De aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die een totale tegenwaarde van ten minste 50.000 euro per belegger en per afzonderlijke aanbieding vereisen;
- De aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een nominale waarde per eenheid van ten minste 50.000 euro;
- De aanbiedingen van beleggingsinstrumenten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro.

4.3.4. Gekwalificeerde beleggers

Definitie volgens Cloet et al. (2009):

'De in België gevestigde rechtspersonen die een vergunning hebben of gereguleerd zijn om actief te mogen zijn op de financiële markten, met inbegrip van de kredietinstellingen, de

²⁶ Zie artikel 14 Prospectuswet

²⁷ Artikel 43 Prospectuswet

beleggingsondernemingen, de andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, de verzekeringsondernemingen, de ICB's en de beheersvennootschappen ervan en de grondstoffentermijnhandelaren'.

Specifieke verrichtingen die niet als een openbaar aanbod worden beschouwd, worden uitgesloten uit het toepassingsgebied van de Prospectuswet:

- 1) 'In België gevestigde niet vergunninghoudende of niet-gereguleerde entiteiten indien hun enige doel het beleggen in beleggingsinstrumenten is'
- 2) 'In België gevestigde rechtspersonen met een statutaire zetel in een andere EER²⁸ lidstaat en beschouwd als gekwalificeerde belegger in de lidstaat waar hun statutaire zetel is gevestigd en die niet voldoen aan ten minste twee van de drie criteria'
- 3) 'Andere in België gevestigde rechtspersonen die geen KMO's zijn: i.e. Die volgens de meest recente jaarrekening aan ten minste 2 van de volgende criteria voldoen:
 - Gemiddeld aantal werknemers per boekjaar van meer dan 250;
 - Balanstotaal van meer dan 43.000 euro;
 - Netto jaaromzet van meer dan 50.000 euro.
- 4) 'De Staat, de gewesten en gemeenschappen, de NBB, en in België gevestigde internationale en supranationale instellingen'

4.4. Openbare overnameaanbiedingen en het biedprospectus: Wet van 1 april 2007.

In plaats van een openbare plaatsing van aandelen, kan er ook een openbaar bod gedaan worden op de aandelen van een andere ondernemingen. In een aantal gevallen gaat het hier om een vijandig overnamebod.

De Prospectuswet is niet van toepassing op het prospectus dat moet worden opgesteld bij een openbare overnameaanbieding. Hiervoor is de Overnamewet van toepassing en dit in uitvoering van de Dertiende Richtlijn van 2004 inzake openbaar bod. Hieronder wordt deze wet verder besproken.

²⁸ Europese Economische Ruimte

Volgens Boedts en Jenné (2007) is het ontstaan van een Europese en Belgische wetgeving op de openbare overnameaanbiedingen en openbare uitkoopaanbiedingen een goede zaak. De praktijk uit de voorbije jaren heeft ons geleerd dat openbare overnamebiedingen steeds vaker een internationale dimensie krijgen, waardoor verschillende wetgevingen op het openbare bod toepassing vinden op één bod.

4.4.1. Verhouding tussen de Overnamewet van 1 april 2007 en de Prospectuswet van 16 juni 2006.

Juridisch gezien worden de openbare aanbidding van effecten en het openbaar overnamebod als twee afzonderlijke 'publieke verrichtingen' beschouwd die elk over een eigen prospectusbeleid beschikken. Toch heeft de wetgever de bepalingen van de Prospectuswet in grote mate en waar mogelijk overgenomen in de **Overnamewet**. Een openbaar bod in cash vormt onder de nieuwe Overnamewet geen openbare aanbidding van effecten in de zin van de **Prospectuswet** en het prospectus voor een bod wordt niet beheerst door de bepalingen van de Prospectuswet. Zo zal een prospectus voor een ruilbod, welk is goedgekeurd door een andere lidstaat, geen paspoort bekomen in België overeenkomstig de Prospectuswet, maar zal wel moeten erkend worden door de FSMA conform de Overnamewet.

Voor de **inhoud en vorm** van het overnameprospectus en haar samenvatting gelden dezelfde regels als voor een noteringsprospectus. Shelf registration is eveneens toegelaten. De regels in verband met de taal, goedkeuring en verspreiding van het overnameprospectus zijn in verre mate dezelfde als de regels in de Prospectuswet.

Advocaat Nico Goossens lichtte hierbij toe dat bij deze laatste de rol van de bedrijfsrevisor meer beperkt is en dat er in de FSMA twee verschillende diensten zijn onder de koepel van het Toezicht op de financiële diensten: een voor het biedprospectus en een voor het overnameprospectus.

5. Verloop van een IPO en het prospectus

5.1. Inleiding

De bedoeling van deze paragraaf is het aanduiden van een aantal essentiële elementen, die voor openbare aanbiedingen op de Belgische gereguleerde markt, en IPO's in het bijzonder, van belang zijn en die voortvloeien uit de Prospectuswet.

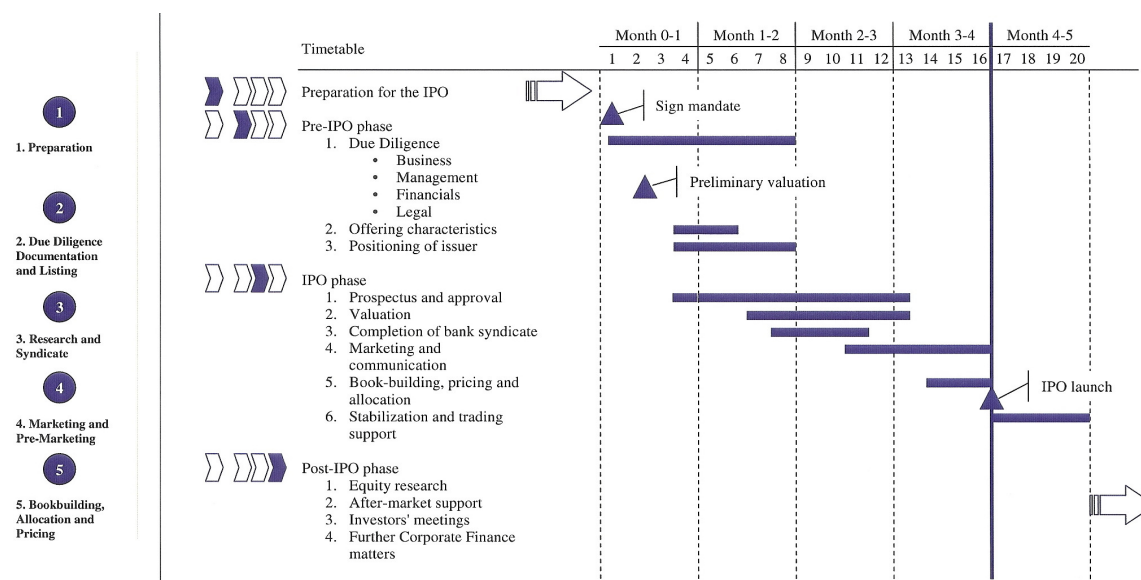
Een beursgang (in het Engels: **Initial Public Offering** of 'IPO') is een operatie die het een onderneming mogelijk maakt dat haar effecten door eender welke belegger – particulier of institutioneel – kunnen worden gekocht en verkocht op een gereguleerde financiële markt. Een beursgang gebeurt doorgaans door het op de markt brengen van een bepaald aantal aandelen die het kapitaal van de onderneming vertegenwoordigen. Het kan gaan om voordien uitgegeven effecten of om effecten die worden uitgegeven ter gelegenheid van de beursgang zelf. Vanuit het perspectief van de onderneming is een IPO de ondersteuning van de groei, marketing en imago, persoonlijke motivatie, en toegang tot investeerders. Voor de aandeelhouders zijn er de volgende voordelen: meer liquiditeit van hun aandelen, dus gemakkelijker te kopen en te verkopen, de beurskoers is een maat voor de ondernemingsprestaties en de waarde van de onderneming kan goed vergeleken worden met andere beursgenoteerde ondernemingen. Tenslotte kunnen er meer gediversifieerde investeerders aangesproken worden, in termen van geografische distributie, grootte, kwaliteit, enz.

Een onderneming kiest meestal voor een beursgang in eigen land, omdat ze daar de meeste bekendheid geniet en op de meeste aandacht van de beleggers kan rekenen. Het is dus vanzelfsprekend dat Belgische emittenten zich voor hun IPO tot Euronext Brussels zullen richten. Euronext was de eerste pan- Europese beurs; ze ontstond in 2000 uit de fusie van de beurzen van Parijs, Amsterdam en Brussel. Vervolgens nam ze de beurs van Lissabon en Liffe, de Londense derivatenmarkt, over. In 2007 fuseerde Euronext met NYSE, de belangrijkste Amerikaanse beurs in New York, en werd de Belgische beurs opgenomen in de groep NYSE Euronext, het grootste **beursplatform** ter wereld (De Laminne, 2008). In dit onderzoek richten we ons enkel op de verrichtingen op Euronext Brussels.

Het IPO-proces kan men verdelen in drie fasen: de voorbereidende fase, de uitvoerende fase en tenslotte de fase na de beursintroductie. We concentreren ons op de voorbereidende fase waarin het prospectus aan bod komt.

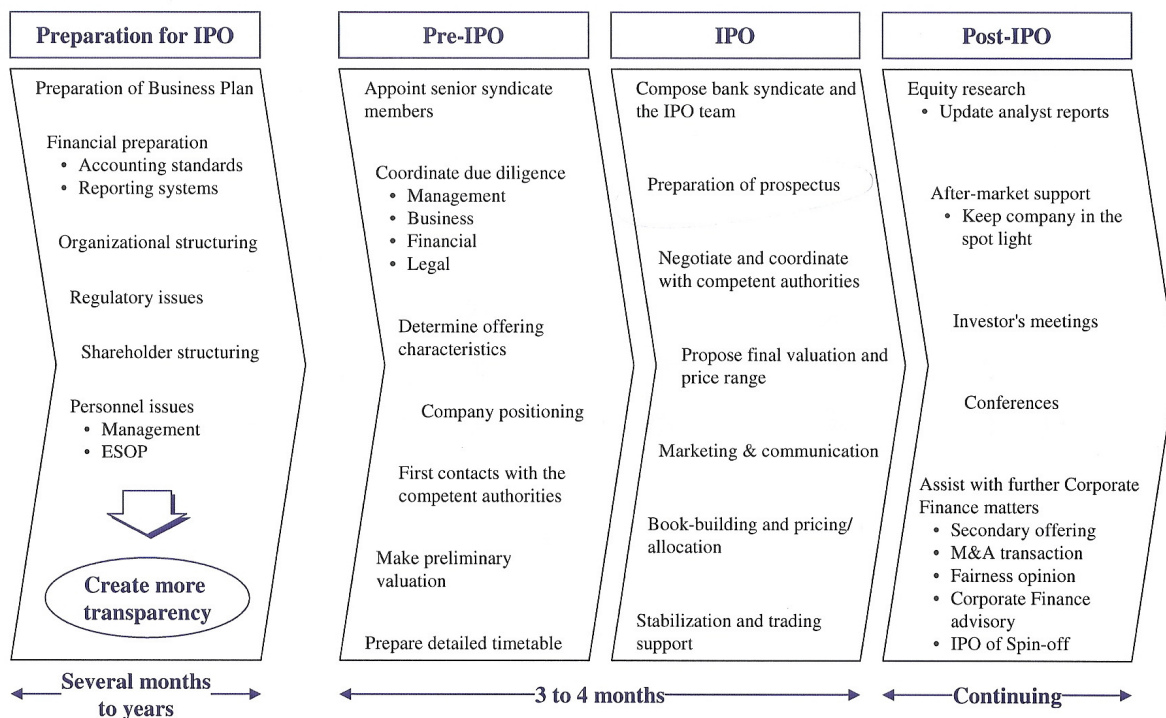
Met akkoord van de emittent en de eventuele verkopende aandeelhouders, zal het bankensyndicaat dat betrokken is bij de overname (underwriting) en/of plaatsing (placement) van de aangeboden aandelen, een aantal essentiële stappen in het **IPO-proces** zetten. Rond de onderneming wordt een zgn.. 'equity story' (de positionering/ 'selling proposition' van de onderneming) opgebouwd, en wordt op basis van een geheel van waardebepalingmethoden een indicatieve waardering opgesteld. Deze waardering is echter maar een startpunt van de prijsbepaling: de 'prijs' van het aandeel bij IPO komt niet noodzakelijk overeen met de 'waarde' van de onderneming (Bogaerts en Van Bever, 2007).

5.2. Schema van een (Belgisch) IPO-proces²⁹



Figuur 6 Gantt Chart van een IPO Proces

²⁹ Uit 'IPO's en SPO's', Informatiebrochure (2009) Linklaters



Figuur 7 IPO Proces

Naast het opstellen van het Prospectus dienen er nog een aantal **'workstreams'** vervuld te worden, met name Retail offering, Institutional offering, Analyst research, Syndicaat en Marketing (zie figuren 6 en 7).

Na bespreking van het tijdsschema en de structuur van de IPO met de FSMA, wordt het prospectus op informele wijze neergelegd. Opmerkingen (van de FSMA) en antwoorden (van de emittent, de eventuele aanbiedende aandeelhouders, de begeleidende banken en hun respectievelijke adviseurs) worden enkele keren uitgewisseld tot het prospectus klaar is om formeel aan het directiecomité van de FSMA ter **goedkeuring** te worden voorgelegd. Dit gebeurt kort voor de start van de aanbiedingsperiode, om zoveel mogelijk te vermijden dat eventuele belangrijke nieuwe ontwikkelingen.

De Lead Manager en het communicatiebureau van de emittent staan in voor de promotie van de uitgegeven aandelen. Deze **promotie** kent duidelijke periodes en gradaties, met een pre-IPO campagne die traditioneel relatief beperkt is, en een korte periode van min of meer intense reclame vanaf het begin van de aanbiedingsperiode (de effectieve 'lancering' van de IPO) (Bogaerts en Van Bever, 2007). Dit gebeurt aan de hand van een managementpresentatie en roadshows, gericht op zowel particuliere als institutionele investeerders. Er wordt toch nog een onderscheid

gemaakt in het benaderen van verschillende groepen beleggers. De '**Retail Offering**'³⁰ is het deel van de aanbieding dat gericht is tot niet-gekwalificeerde beleggers, het 'openbaar aanbod' dus. De aanbiedingsperiode van de Retail offering bedraagt de laatste jaren klassiek twee weken, vaak zonder dat bij overinschrijving de aanbiedingsperiode vervroegd wordt afgesloten. De Institutional Offering is het deel van de aanbieding dat tot gekwalificeerde beleggers is gericht (Bogaerts en Van Bever, 2007).

Voor de institutionele beleggers worden er 'Roadshows' georganiseerd. Hierbij verklaren het management van het bedrijf samen met de Underwriter de voor- en nadelen van het investeren in het bedrijf. Er worden folders van 4 à 5 pagina's gemaakt waarin de elementen van de aangeboden aandelen worden uitgelegd. Tijdens de roadshow en de bookbuilding tonen de investeerders hun belangstelling door aan te geven hoeveel aandelen zij zouden willen kopen en tegen welke prijs, binnen een vooraf bepaald bereik (cpb.bnpparibasfortis.be). Het bankensyndicaat zorgt daarna voor de **prijzetting**. Bij een IPO is er echter geen historische basis voor de aandelenprijs. Bookbuilding³¹ is de wijze waarop een grote aandelen- of obligatie-emissie wordt geplaatst door een bankensyndicaat. Hierbij wordt ook een indicatieve uitgifteprijs bepaald. Particuliere investeerders kunnen enkel inschrijven aan de definitieve prijs (Van Eenoo, 2008).

Verder worden er voor de institutionele beleggers die reeds hebben aangegeven geïnteresseerd te zijn om te investeren, '**one- on- one's**' georganiseerd. Deze 'one- on- one's' zijn private gesprekken tussen de bank, het management en het bedrijf, waarbij het vertrouwen van de belegger gewonnen wordt door vooral aan te tonen dat het management een goed beleid voert.

Een **overinschrijving** op aandelen treedt op wanneer bij een openbare uitgifte de vraag naar aandelen groter is dan het aanbod. De potentiële aandeelhouders krijgen dan minder aandelen dan ze gevraagd hebben. De Lead managers zorgen dan naderhand voor een verdeling van de aandelen aan de hand van een bepaalde verdeelsleutel. In het prospectus van de onderneming wordt meestal aangegeven hoe de aandelen in het geval van een overinschrijving worden toegewezen en hoe lang het zal duren vooraleer deze verdeling bekend gemaakt wordt (Penninckx, 2003).

³⁰ Retail Offering: minimum 10% van de aandelen wordt gereserveerd voor de retail: dit zijn gekwalificeerde beleggers: professionelen, banken, grote bedrijven. Tot nu toe wordt enkel in België Retail Offering georganiseerd. Dit om te voorkomen dat een aandeel tot tientallen keren wordt overgeschreven door de institutionele beleggers. Voorbeeld: Op de aandelen van Kinopolis werd tot 75 keer overgeschreven (ieciab.be).

³¹ Deze procedure wordt beschreven in artikel 1, 4^o van het koninklijk besluit van 17 mei 2007 betreffende de primaire marktpraktijken als 'de procedure waarbij, in het kader van een openbare aanbieding, de uiteindelijke prijs van het aangeboden financieel instrument wordt bepaald op basis van een prijsvork. De uiteindelijke prijs wordt vastgesteld door, naargelang het geval, de uitgevende instelling, de aanbieder, de aanvragers van de toelating tot de verhandeling of de dor hen aangestelde tussenpersonen, wanneer zij optreden in het kader van aanbiedingen tot verkoop van of tot inschrijving op financiële instrumenten, na raadpleging van de gekwalificeerde beleggers en rekening houdend met de marktvoorwaarden en eventuele andere factoren.

Volgens Marnix Verplancke van KBC Securities kan er een grote volatiliteit zijn van het aandeel omwille van veel verschillende meningen van de diverse investeerders. Tijdens de eerste dagen van een IPO opteert een bank voor koersstabilisatie: de bank koopt aandelen op wanneer de koers dreigt te zakken. Dit is manipulatie van de aandelenkoers, maar de beleggers zelf wensen ook een stabiele aandelenkoers.

Vervolgens is er ook de '**Analyst Research**' of analistenrapport: Analisten krijgen vooraf een presentatie door de onderneming. Daarin licht de onderneming haar activiteiten, de markt waarin ze bedrijvig is en haar financiële gegevens toe.

5.3. Inhoud van het biedprospectus

5.3.1. CESR aanbevelingen

Het toenmalige CESR (nu: ESMA) heeft een aantal documenten gepubliceerd betreffende prospectuswetgeving. Ten eerste zijn er de '**CESR's recommendations** for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004'³². Om te antwoorden op de vragen van de emittenten en hun adviseurs, publiceerde het CESR de **Q&A**³³ met betrekking tot de Prospectusverordeningen. Hiervan verschijnt er jaarlijks een update.

Het CESR wijst erop dat de 'building block-benadering' die in de Prospectusverordening gevolgd wordt, indien toepasbaar, ook in de aanbevelingen gevolgd moet worden.

Een van de doelstellingen van het CESR bij het schrijven van advies voor de Europese Commissie was de focus op de informatievereisten die relevant zijn voor de investeerder, in lijn met het **Lamfalussy Proces**³⁴. Een ander doel was het vermijden van elke vorm van dubbelzinnigheid die zou kunnen leiden tot verschillende interpretaties van de regels en daarom, het functioneren van de markt zouden ondermijnen.

³² Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft

³³ Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members 11th updated version - July 2010

³⁴ Zie paragraaf 3.4.1.5. 'Lamfalussystructuur: comités op vier niveaus'

Bij het opstellen van een prospectus komt het vaak voor dat emittenten en hun adviseurs twijfels hebben over de te publiceren informatie onder een bepaald item in het schema van de '**building blocks**'. Het doel van deze aanbevelingen is om emittenten en hun adviseurs te helpen deze informatie te voorzien en een consistentie hiervan doorheen Europa te implementeren.

Tenslotte beschrijven de aanbevelingen eveneens wat een **working capital statement** is, waarom dat moet worden opgenomen en welke de acties zijn indien een onderneming niet aan de vereisten van een 'clean' working capital statement voldoet. Ook wordt er aandacht besteed aan de prospectusvereisten in het geval van een Initial Public Offering (IPO).

5.3.2. Vorm van het prospectus

Aan de hand van de Prospectusrichtlijn, de Prospectusverordening en de Prospectuswet wordt nu de vereiste **vorm en inhoud** van het prospectus besproken. Verder worden een aantal **publicaties** van juristen Lars Van Bever en Sven Bogaerts (2007) en Tom Van Dyck en Jan Peeters (2006) **over de Prospectuswet** besproken. Het bestuderen van een aantal gepubliceerde prospectussen bij aandelen- en obligatieuitgiften toont aan dat de richtlijnen goed gevolgd worden (zie figuur..)

Het prospectus moet 'alle gegevens bevatten die, in het licht van de specifieke aard van de uitgevende instelling en van de aan het publiek aangeboden of tot de verhandeling toe te laten effecten/beleggingsinstrumenten, de noodzakelijke informatie vormen om de beleggers in staat te stellen 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 de eventuele garant, en over de aan deze effecten/ beleggingsinstrumenten verbonden rechten'³⁵.

5.3.3. Shelf registration

Het prospectus mag worden opgesteld in de vorm van één enkel document of in de vorm van verschillende afzonderlijke documenten. Deze verschillende afzonderlijke documenten zijn (1) een **registratiedocument**, dat de gegevens over de emittent bevat en dat eventueel buiten het

³⁵ Artikel 24 van de Prospectuswet inzake geharmoniseerde verrichtingen (artikel 44 van de Prospectussen inzake niet-geharmoniseerde verrichtingen).

tijdsbestek van (met andere woorden vóór) de verrichting kan worden goedgekeurd, (2) een **verrichtingsnota**, die de gegevens bevat over de effecten die aan het publiek worden aangeboden of waarvoor een aanvraag tot toelating tot de verhandeling op een gereguleerde markt is ingediend, en (3) een **samenvatting**.

Het gebruik van deze zogenaamde **shelf registration** (driedelig prospectus) is uiteraard niet mogelijk bij een IPO, maar is bedoeld voor de seasoned issuers, dit zijn emittenten waarvan de effecten reeds zijn toegelaten tot de verhandeling op de gereguleerde markt en die regelmatig openbare aanbiedingen doen. Het registratiedocument kan door de FSMA worden goedgekeurd, zonder dat er een uitgifte van beleggingsinstrumenten mee gepaard gaat. De bedoeling is om het dan bij toekomstige openbare aanbiedingen of toelatingen tot de verhandeling te kunnen gebruiken³⁶ (Bogaerts en Van Bever, 2007).

Het prospectus mag ook uit **één enkel document** bestaan en moet dan alle volgende delen, in opgegeven volgorde bevatten: (1) een (overzichtelijke en gedetailleerde) inhoudsopgave, (2) de samenvatting, (3) de risicofactoren (die eigen zijn aan de emittent en aan het type effect waarop de verrichtingen betrekking heeft, en (4) de overige rubrieken van de bouwstenen gebruikt bij het opstellen van het prospectus. De bouwstenen hebben betrekking op de op te nemen informatievereisten voor bepaalde gevallen (Bogaerts en Van Bever, 2007). Hieronder vallen het technische gedeelte dat overeenkomt met de verrichtingsnota en het zakelijke en financiële gedeelte, die overeenkomen met het registratiedocument van het prospectus. Deze bouwstenen worden in de volgende paragraaf verder toegelicht.

5.3.4. Bouwstenen

De 'Building Blocks' bestaan uit een beschrijving van de financiële toestand, de bedrijfsresultaten, bronnen van kapitaal, winstprognoses, historisch financiële informatie, pro forma informatie, tussentijdse financiële informatie, niet-geauditeerde informatie en working capital statements³⁷.

In de mate waarin het nog niet elders gedekt is in het registratiedocument moet er een beschrijving gegeven worden van de **financiële toestand** van de emittent, veranderingen in de financiële toestand en bedrijfsresultaten voor elk jaar en voor tussentijdse perioden waarvoor historisch financiële informatie nodig is, inclusief de oorzaken van materiële veranderingen van jaar

³⁶ Artikel 28 Prospectuswet inzake geharmoniseerde verrichtingen (artikel 48 van de Prospectuswet inzake niet-geharmoniseerde verrichtingen)

³⁷ zie paragraaf 6.6. Private Reporteringsopdracht: Auditrapport over de Working Capital Statement

tot jaar in de mate waarin het nodig is om de zaken van de emittent in zijn geheel te begrijpen. In de **bedrijfsresultaten** vinden we terug: informatie betreffende significante factoren, inclusief ongebruikelijke of niet-frequente gebeurtenissen of nieuwe ontwikkelingen, die de bedrijfsopbrengsten van de emittent materieel beïnvloeden en de mate waarin de opbrengsten beïnvloed zijn.

Indien een uitgevende instelling een **winstprognose** of een winstraming wenst op te nemen, schrijft de Prospectusverordening voor dat het registratiedocument een verklaring met de belangrijkste hypothesen die aan de prognose of raming van de uitgevende instelling ten grondslag liggen, moet bevatten. De winstprognose of -raming moet worden opgesteld op een basis die vergelijkbaar is met die van de historische financiële informatie.

De Prospectusverordening vereist dat de gecontroleerde **historische financiële informatie** over de laatste drie boekjaren en de controleverklaring voor elk jaar in het prospectus worden opgenomen. De gecontroleerde historische financiële informatie over de laatste twee jaar moet worden opgesteld en gepresenteerd in een vorm die aansluit bij die welke voor de gepubliceerde volgende jaarrekening van de uitgevende instelling zal worden gebruikt, met naleving van de standaarden voor jaarrekeningen, de basisprincipes voor financiële verslaggeving en de op jaarrekeningen toepasselijke wetgeving.

De Prospectusverordening vereist bovendien dat, in geval van een wijziging van betekenis met betrekking tot de bedrijfsactiviteiten en de financiële toestand van de uitgevende instelling, een beschrijving wordt gegeven van de wijze waarop de verrichting het vermogen en de winst van de uitgevende instelling had kunnen beïnvloeden, indien deze transactie gesloten was geweest aan het begin van de verslagperiode of op de verslagdatum. Dit wordt 'pro forma financiële informatie' genoemd. De **pro forma informatie** wordt opgesteld in kolommen bestaande uit de historisch financiële informatie, de pro forma aanpassingen en de resulterende pro forma financiële informatie in de finale kolom. De bronnen van pro forma informatie moeten worden vermeld en de pro forma aanpassingen, gerelateerd aan de pro forma financiële informatie moeten duidelijk worden weergegeven en verantwoord worden en direct toerekenbaar aan de transactie zijn (S. Cloet et al., 2009).

Niet-geauditeerde financiële informatie zal meestal statistieken, ratio's en andere data bevatten die de prestaties van de bedrijfsactiviteiten van de emittent aangeven en welke niet uit de ge-auditeerde financiële verklaringen gehaald kunnen worden. De bron en de status van de data is dus eveneens niet geauditeerd.

Effectief geauditeerde informatie zal echter een meer substantieel deel van de prospectus innemen en hieraan zal ook meer belang gehecht worden dan aan niet-geauditeerde financiële informatie.

Wat betreft de **tussentijdse financiële informatie** moet de uitgevende instelling, indien deze na de datum van haar laatst gecontroleerde jaarrekeningen driemaandelijks of halfjaarlijkse financiële informatie heeft gepubliceerd, in het registratiedocument opnemen. Indien de driemaandelijks of halfjaarlijkse financiële informatie aan een controle of beoordeling (review) is onderworpen, moet ook het verslag over deze controle of beoordeling (review) worden opgenomen. Indien dit niet het geval is, moet het prospectus daarvan melding maken (S. Cloet et al., 2009).

Volgende illustratie uit de informatiebrochure 'Capital Markets Advisory, IPO's & SPO's' van KBC Securities geeft een mogelijke indeling van de hoofdstukken van een prospectus.

<p>Introduction</p> <p>Summary</p> <p>Risk factors (business) e.g. technology, attract key employees, competition, seasonality, IP, suppliers</p> <p>Risk factors (offering) e.g. liquidity, volatility, dilution</p> <p>Disclaimer & notices</p>	<p>Chapter I</p> <p>Responsibility for the prospectus and the financial information</p>	<p>Chapter II</p> <p>Information on the offering and the listing</p> <ul style="list-style-type: none"> - working capital statement - capitalization table - use of proceeds - offer terms and conditions (price, period, ...) - underwriting - lock-up - ... 	<p>Chapter III</p> <p>Information on the company / shares</p> <ul style="list-style-type: none"> - corporate purpose - shares, capital, ownership - group structure - warrants / options - shareholders - transparency - anti-take over measures - squeeze out
<p>Chapter IV</p> <p>Corporate governance</p> <ul style="list-style-type: none"> - board of directors - committees - executive management - remuneration - shares held by management - stock based incentive plans - statutory auditor - related party transactions - ... 	<p>Chapter V</p> <p>Business</p> <ul style="list-style-type: none"> - market, products - strategy - product pipeline - R&D, technology - patents - competition - facilities - human resources - legal proceedings - grants & subsidies 	<p>Chapter VI</p> <p>MD&A (management's discussion and analysis of financial conditions and results of operations)</p> <ul style="list-style-type: none"> - income statement - result of operation - cash flow statement - balance sheet - capex - ... 	<p>Chapter VII</p> <p>Financial information</p> <ul style="list-style-type: none"> - consolidated accounts - 3 year history - 2 year IFRS comparables - auditor's report - statutory accounts

Figuur 8 Mogelijke indeling van de hoofdstukken van een prospectus

In de **introdactie** worden de definities, een woordenlijst, een samenvatting, een aantal geselecteerde geconsolideerde financiële data, de risicofactoren, de kapitalisatie en de wisselkoersen weergegeven. Hieraan dragen alle betrokken actoren bij.

De **samenvatting** beschrijft op beknopte wijze en in niet-technische bewoordingen de belangrijkste kenmerken van de aanbieding en informatie met betrekking tot de emittent. De samenvatting moet een aantal waarschuwingen bevatten, waaronder de waarschuwing dat iedere beleggingsbeslissing gebaseerd moet zijn op het volledige prospectus. Niemand kan louter op basis van de samenvatting aansprakelijk gesteld worden³⁸. Aangaande deze samenvatting wordt gepreciseerd dat zij moet worden 'opgesteld in een gemeenschappelijk formaat, zodat zij makkelijk vergeleken kan worden met de samenvattingen betreffende soortgelijke effecten, en qua inhoud [...] de kerngegevens over de betrokken effecten [moet bevatten] om beleggers te helpen wanneer zij overwegen in die effecten te investeren'³⁹ (Janssens, 2010).

Het eerste hoofdstuk, waarin er algemene informatie en specifieke informatie over de **verantwoordelijkheden** wordt gegeven, wordt opgesteld door de advocaten. Het tweede hoofdstuk met **informatie** over de aanbieding en de aandelen wordt opgesteld door de Lead Manager. De advocaat stelt dan de twee volgende hoofdstukken op. Hoofdstuk drie bevat de algemene informatie over de onderneming en haar kapitaal, de uit te geven aandelen, de standaardbepalingen betreffende beperking van de aansprakelijkheid, de fiscale behandeling van de aangeboden aandelen, de verantwoordelijke personen en de voorwaarden van de aanbieding. Hoofdstukken twee en drie vormen samen het technische gedeelte van het prospectus, oftewel de **verrichtingsnota** (Bijlage III, bij de Verordening 2004/809/EG van 29 april 2004 in Van Eenoo, 2008).

Hoofdstuk vier is het Corporate Governance hoofdstuk. Hierin wordt de administratie, het management en de controle uitgewerkt. Het operationele over het bedrijf valt onder de hoofdverantwoordelijkheid van de Lead Manager en de bedrijfsrevisor stelt de auditverslagen op en geeft zijn mening over de financiële positie, de winsten en verliezen.

Hoofdstukken vier en vijf maken samen met hoofdstuk zes, de Management Discussion and Analysis of **MD&A**, het zakelijke gedeelte uit. Hierin bespreekt het management van de onderneming op gedetailleerde wijze de belangrijkste evoluties in zowel de balans, de resultatenrekening als het kasstroomoverzicht. Hierbij zal het management zich ook vooruitzichten van de onderneming geven.

Het laatste hoofdstuk bevat de historisch financiële informatie inclusief het bedrijfsrevisorenverslag voor elk van de drie voorafgaande jaren. De historische financiële informatie voor bedrijven, genoteerd op de gereguleerde markt dient te worden opgesteld in overeenstemming met de

³⁸ zie paragraaf 6.9.8. 'Prospectusaansprakelijkheid'

³⁹ Gewijzigd artikel 5, lid 2 van de Prospectusrichtlijn, Richtlijn 2010/73/EU van 24 november 2010, Pb. EU, nr L 327 van 11 december 2010

IFRS regels (International Financial Reports Standards)⁴⁰. De inhoud van hoofdstukken vier tot en met zeven komt ongeveer overeen met de minimale informatievereisten voor het registratiedocument voor aandelen bij de Verordening 2004/809/EG van 29 april 2004.

Wanneer de financiële informatie materiële **veranderingen** in netto-opbrengsten behelst, moet een uitleg voorzien worden voor de redenen van zulke veranderingen. Enkele voorbeelden hiervan zijn: Informatie betreffende de overheid of economische, fiscale, monetaire of politieke maatregelen of factoren die van materiële invloed waren, of van materiële invloed zouden kunnen zijn.

Het prospectus moet eveneens een **verklaring** bevatten betreffende de **kapitaalbronnen** van de emittent, op korte en op lange termijn. Hiervoor kan in het prospectus opgenomen worden:

- een uitleg van de bronnen en hoeveelheden en een beschrijving van de cash flows;
- informatie over de leningvereisten en de financieringstructuur;
- informatie over eender welke beperkingen op het gebruik van de kapitaalbronnen die van materiële invloed waren, of van materiële invloed zouden kunnen zijn op de bedrijfsactiviteiten van de emittent.

Het is natuurlijk ook mogelijk een **andere indeling** te gebruiken, zolang de vereiste informatie maar op een gestructureerde manier wordt weergegeven. De Prospectuswet geeft volgende mogelijke indeling:

1. Inleiding
2. De onafhankelijke accountant
3. Historische financiële informatie
4. Pro forma financiële informatie
5. Winstprognoses en -ramingen
6. Tussentijdse financiële informatie
7. Werkkapitaal

⁴⁰ Verordening (EG) 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (de 'IFRS Verordening').

5.3.5. Taal van het prospectus

Het prospectus van een Belgische emittent mag worden opgesteld in 'elke taal die gangbaar is in internationale financiële kringen en door de FSMA wordt aanvaard'. Prospectussen kunnen dus in het Engels worden opgesteld, zelfs voor zuiver Belgische verrichtingen. De samenvatting moet echter in het Nederlands en het Frans opgesteld of vertaald worden.

6. De taken en verantwoordelijkheden van de bedrijfsrevisor

In 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' beschrijven S. Cloet et al. (2009) de prospectusvereisten en de tussenkomst van de bedrijfsrevisor. De Belgische werkgroep, bestaande uit bedrijfsrevisoren van enkele kleine en grote auditkantoren, publiceerde in 2009 onder coördinatie van Hugo Van Passel een leidraad die instructies bevat voor de controle van prospectusinformatie door de bedrijfsrevisor. Daar deze leidraad rechtstreeks aansluit bij het onderwerp van deze masterproef, is het heel nuttig om deze instructies te analyseren en de implementatie ervan in de praktijk te toetsen bij enkele bedrijfsrevisoren, ervaren in het begeleiden van de opstelling van een prospectus. De **praktijkgetuigenissen** van deze bedrijfsrevisoren worden hier verder verwerkt en in de bijlagen opgenomen. De Nederlandse tegenhanger van deze leidraad werd uitgegeven door het NIVRA in februari 2010. 'Assurance- en overige opdrachten met betrekking tot het prospectus' is ook voor Belgische bedrijfsrevisoren een handig naslagwerk, daar het een 130-tal concrete instructies bevat. Deze instructies werken op overzichtelijke wijze de Prospectusrichtlijn en de Prospectusverordening uit. Hoewel een leidraad voor de Nederlandse Registeraccountants op zich buiten het bestek van deze masterproef valt, levert dit extra informatie op. Het is nuttig om de twee leidraden met elkaar te vergelijken. Bij het IBR is er een werkgroep van bedrijfsrevisoren over prospectussen. De **normen van het IBR** zeggen echter niets over het prospectus, enkel dat de bedrijfsrevisor de limieten inzake aansprakelijkheid naleeft.

6.1. Toepasselijke nationale normen en aanbevelingen

1) Wanneer de bedrijfsrevisor zijn opdracht met betrekking tot het prospectus uitvoert, zal hij de bestaande aanbevelingen in verband met de aanvaarding en het voortzetten van de opdrachten, met name de '**Aanvaarding van een opdracht door een bedrijfsrevisor**' van het IBR, naleven. De voorwaarden van de opdracht zullen in een opdrachtbrief worden beschreven die de reikwijdte, de respectievelijke aansprakelijkheden van de partijen, de vergoeding en andere voorwaarden vastlegt. Met betrekking tot de beperking van de aansprakelijkheid, wordt verwezen naar de wet van 22 juli 1953, zoals gecoördineerd door het koninklijk besluit van 30 april 2007.

- 2) Wanneer de bedrijfsrevisor een opdracht met betrekking tot het prospectus uitvoert, zal hij de bestaande normen in verband met het plannen en het uitvoeren van de controleopdrachten, met name paragraaf 2.1. van de '**Algemene controlenormen**' van het IBR en de relevante aanbevelingen van de IBR-aanbeveling '**Controleprogramma**', naleven.
- 3) Wanneer de bedrijfsrevisor zijn opdracht met betrekking tot het prospectus uitvoert, zal hij de wettelijke vereisten en de '**Algemene controlenormen**' van het IBR omtrent de werkdocumenten en de aanbevelingen van de IBR-aanbeveling '**Werkdocumenten**', naleven.

6.2. Engagement Letter

Wanneer de bedrijfsrevisor een opdracht aanvaardt, verbindt hij zich er toe Comfort Letters te leveren. De bedrijfsrevisor moet zorgvuldig overwegen of, en, zoals het het geval kan zijn, in welke mate verdere gesproken of geschreven statements moeten gemaakt worden, bovenop de Comfort Letter. Vooraleer hij een opdracht (**Engagement**) aanvaardt, moet de bedrijfsrevisor nauwkeurig nagaan of hij beschikt over de speciale kennis en ervaring die nodig zijn om de prospectuscontrole uit te voeren. Dit houdt in dat hij precies moet weten wat het onderwerp van de Comfort Letters is. Daarom is typisch de bedrijfsrevisor van de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening het beste in staat om een Comfort Letter te schrijven. Indien een bedrijfsrevisor niet de statutaire bedrijfsrevisor (de vaste commissaris) van de onderneming is, moet hij ervoor zorgen dat zijn kennis gelijkwaardig is aan die van de statutaire bedrijfsrevisor (Cloet et al., 2009). Vandaar dat in de praktijk in België het meestal de commissaris is die deze opdrachten uitvoert. De Engagement wordt vastgelegd in een Engagement Letter.

De International Standard on Related Services (ISRS) 4400 (voorheen ISA 920), Engagements to Perform Agreed-upon Procedures Regarding Financial Information, bevatten richtlijnen voor de '**Engagement Letter**'. Hiermee verzekert de bedrijfsrevisor de emittent en andere betrokken partijen, dat er een duidelijk begrip is van de afgesproken **procedures en voorwaarden** van de verbintenis. Zaken waarmee moet ingestemd worden zijn de volgende:

- de aard van de verbintenis of engagement, inclusief het feit dat de uitgevoerde werken geen audit uitmaken en dus ook geen assurance uitgesproken wordt;

- het doel van de verbintenis;
- de identificatie van de financiële informatie waarop de procedures zullen worden toegepast;
- de aard, timing en omvang van de specifieke toegepaste procedures;
- een vorm van het rapport van de effectieve bevindingen;
- beperkingen op de verdeling van het rapport.

Indien zulke beperkingen in conflict zouden zijn met de wettelijke vereisten, zal de bedrijfsrevisor de opdracht niet accepteren. Het is in het belang van zowel de emittent als de bedrijfsrevisor dat de bedrijfsrevisor een Engagement Letter opstelt met de belangrijkste punten van de opdracht. Een Engagement Letter bevestigt de **aanvaarding van de opdracht** door de bedrijfsrevisor en voorkomt misverstanden betreffende de te volgen procedures en voorwaarden.

Zaken zoals het doel en de omvang van de opdracht., de reikwijdte van de verantwoordelijkheden van de bedrijfsrevisor en de vormen van de uit te geven rapporten.

De Engagement Letter omvat meestal:

- de verantwoordelijkheid van het management met betrekking tot (on)juiste voorstellingen en fraude, en het feit dat de bedrijfsrevisor een Representation Letter (vertegenwoordigingsbrief) aan het management zal vragen;
- de verantwoordelijkheid van de Underwriter om due diligence over de aanbieder uit te voeren en de bedrijfsrevisor van alle valse verklaringen op de hoogte te stellen;
- de verantwoordelijkheid van de Underwriter over de omvang van de opdracht; en
- een vermelding van de wetten en jurisdicties die op de opdracht van toepassing zijn.

Tenslotte is er de **Representation Letter** van de emittent, waarin al zijn verantwoordelijkheden betreffende het prospectus worden opgelijst. De volledigheid en eerlijkheid over de inhoud van het prospectus worden bovendien hierin bekrachtigd.

6.3. Reporting

Wanneer de bedrijfsrevisor zijn opdracht met betrekking tot het prospectus uitvoert, zal de bedrijfsrevisor nagaan of de principes van de '**Algemene controlenormen**' van het IBR inzake de reporting en de wijziging van zijn oordeel, van toepassing zijn op de specifieke opdracht. Verder zal de bedrijfsrevisor nagaan of de principes van de '**Algemene controlenormen**' van het IBR met

betrekking tot de gebeurtenissen tussen de datum van het bedrijfsrevisorverslag en de einddatum van de verrichting van toepassing zijn.

6.4. Publieke rapporteringopdrachten zoals voorgeschreven door de wet

De verslaggeving van de bedrijfsrevisor over historische, tussentijdse en pro forma financiële informatie, evenals over winstprognoses en winstramingen wordt omschreven als **publieke rapporteringopdrachten**. Zoals reeds vermeld zal de bedrijfsrevisor in vele gevallen ook worden verzocht om ook rechtstreeks te rapporteren aan specifieke belanghebbende partijen. Dergelijke opdrachten worden **private rapporteringopdrachten** genoemd. Hieronder vallen ten eerste de beoordeling over de verklaring inzake het werkkapitaal en ten tweede de verklaring over de afwezigheid van significante veranderingen, andere dan deze opgenomen in het prospectus.

6.4.1. Historische financiële informatie

We hebben reeds vermeld in paragraaf 5.3.4. 'Bouwstenen' dat de Prospectusverordening vereist dat gecontroleerde historische financiële informatie over de laatste drie boekjaren en de controleverklaring voor elk jaar in het prospectus worden opgenomen. De gecontroleerde historische financiële informatie over de laatste twee jaar moet worden opgesteld en gepresenteerd in een vorm die aansluit bij die welke voor de gepubliceerde volgende jaarrekening van de uitgevende instelling zal worden gebruikt, met inachtneming van de standaarden voor jaarrekeningen, de grondslagen voor financiële verslaggeving en de op jaarrekeningen toepasselijke wetgeving. De historische jaarlijkse financiële informatie moet onderworpen zijn aan een onafhankelijke controle en moet in het bedrijfsrevisorenverslag voor het registratiedocument worden aangeduid als een getrouw beeld, gebaseerd op controles uitgevoerd overeenkomstig de in een lidstaat toepasselijke controlenormen. Het is ook mogelijk dat de bedrijfsrevisor een verklaring onder voorbehoud opstelt. De tussenkomst van de bedrijfsrevisor in dergelijke situaties vloeit dus hoofdzakelijk voort uit het feit dat de controleverklaringen betreffende de historische informatie worden opgenomen.

De bedrijfsrevisor dient, om te bepalen of de voorgestelde historische financiële informatie opgesteld door de uitgevende instelling een getrouw beeld kan geven voor de doelstelling van het prospectus:

- (a) inzicht in de doelstelling van het prospectus te krijgen;
- (b) het van toepassing zijnde stelsel inzake financiële verslaggeving na te gaan overeenkomstig de geldende regelgevingen; en
- (c) de geschiktheid van de basisprincipes voor financiële verslaggeving in het kader van een dergelijk stelsel inzake financiële verslaggeving te evalueren.

Wanneer de toepasselijke controlenormen gewijzigd worden tijdens de periode waarop de historische financiële informatie betrekking heeft of wanneer het vanuit praktisch oogpunt **niet haalbaar is** voor de bedrijfsrevisor om werkzaamheden uit te voeren die voldoen aan de standaardvereisten, moet hij rekening houden met de gevolgen hiervan voor zijn werkzaamheden gericht op het verkrijgen van een aangepaste mate van zekerheid, rekening houdend met zijn risico-inschatting. De bedrijfsrevisor kan beslissen dat het **niet nodig** is om bepaalde paragrafen in de standaarden toe te passen op de volledige periode van drie jaar waarop de controleverklaring betrekking heeft omdat:

- het voldoende is om deze toe te passen op enkel de meest recente periode omdat voldoende en geschikte controle-informatie met betrekking tot eerdere periodes kan worden verkregen op basis van de meest recente periode; of
- de controlenormen die destijds van toepassing waren voldeden aan dezelfde doelstellingen als de vereisten van de huidige standaarden.

De **werkzaamheden** van de bedrijfsrevisor omvatten:

- 1) het onderzoeken van van materieel belang zijnde wijzigingen aan de beweringen opgenomen in eerder gepubliceerde verklaringen betreffende de historische financiële informatie, rekening houdend met aspecten waarop de onderneming zich heeft gebaseerd om te bewijzen dat de aanpassingen noodzakelijk zijn en dat zij correct werden bepaald;
- 2) het evalueren of alle noodzakelijke aanpassingen aan eerder gepubliceerde historische financiële overzichten werden aangebracht; en
- 3) ingeval de informatie is gebaseerd op eerder gepubliceerde financiële overzichten, het vergelijken van de historische financiële informatie met deze financiële overzichten en het beoordelen of de informatie hieruit correct werd afgeleid.

Hierop levert de bedrijfsrevisor een **auditopinie onder IFRS**, hierbij meestal voortbouwend op de werkzaamheden voor de BE GAAP opinie.

6.4.2. Pro Forma Informatie

De Prospectusverordening vereist dat, in geval van 'een brutowijziging van betekenis met betrekking tot de activiteiten en de financiële positie van de uitgevende instelling, een beschrijving wordt gegeven van de wijze waarop de transactie het vermogen en de winst van de uitgevende instelling had kunnen beïnvloeden, indien deze transactie gesloten was geweest aan het begin van de verslagperiode of op de verslagdatum'. Aan deze vereiste wordt gewoonlijk voldaan door **pro forma financiële informatie** op te nemen. De autoriteiten (FSMA) bepalen wanneer pro forma financiële informatie zal worden vereist, evenals de periodes waarop deze betrekking dient te hebben. De emittent wordt bijgevolg gestimuleerd om proactief contact op te nemen met de FSMA om vanaf de start duidelijkheid te verkrijgen over het opnemen van pro forma financiële informatie. Deze pro forma financiële informatie moet worden gepresenteerd overeenkomstig Bijlage II van de Verordening en moet de daarin beschreven gegevens omvatten.

De pro forma financiële informatie moet vergezeld gaan van een door de bedrijfsrevisor opgesteld verslag. In het door de bedrijfsrevisor opgestelde verslag moet worden vermeld dat, naar zijn oordeel:

- de pro forma financiële informatie naar behoren is opgesteld op basis van de vermelde principes;
- deze principes in overeenstemming zijn met de door de uitgevende instelling gehanteerde principes voor financiële verslaggeving.

De Pro Forma maakt gebruik van historische informatie. De emittent stelt ook één nieuwe balans op, alsof de transactie al zou hebben plaatsgevonden op 1 januari van het jaar. Zo kan de bedrijfsrevisor uit de vergelijking tussen de historische en de 'toekomstige' balans zijn conclusies trekken.

6.4.3. Winstprognoses en –ramingen

Indien een uitgevende instelling een winstprognose of een winstraming wenst op te nemen, schrijft de Prospectusverordening voor dat het registratiedocument een verklaring met de belangrijkste **hypothesen** die aan de prognose of raming van de uitgevende instelling ten grondslag liggen, moet bevatten. De winstprognose of -raming moet worden opgesteld op basis van de historische

financiële informatie. Er moet een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds hypothesen betreffende elementen die de leden van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen kunnen beïnvloeden en anderzijds hypothesen betreffende elementen waarop de leden van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen totaal geen invloed kunnen uitoefenen. De hypothesen moeten verder eenvoudig te begrijpen zijn door beleggers en zij moeten specifiek en precies zijn. Dit is een voorwaarde voor de bedrijfsrevisor om zijn controleverklaring te kunnen publiceren. De bedrijfsrevisor is best zelf ondernemend en raadpleegt de betrokken actoren om de voorwaarden betreffende de hypothesen, af te spreken. Er moet een door de bedrijfsrevisor opgesteld verslag worden opgenomen waarin wordt verklaard dat de winstprognose of -raming naar behoren is opgesteld op basis van de vermelde grondslagen en dat de boekhoudkundige grondslag voor het opstellen van de winstprognose of -raming in overeenstemming is met de grondslagen voor financiële verslaggeving van de uitgevende instelling.

6.4.4. Tussentijdse financiële informatie

Indien er zich na balansdatum nog belangrijke gebeurtenissen hebben voorgedaan, dient de emittent tussentijdse financiële informatie op te stellen. De Underwriter zal dan gewoonlijk van de bedrijfsrevisor hierover een auditrapport eisen. De bedrijfsrevisor zal de controle plannen en uitvoeren, om een zeker niveau van assurance te bieden, dat de tussentijdse financiële informatie werd opgesteld volgens alle materiële aspecten, conform de onderliggende boekhoudprincipes. Het is tevens mogelijk dat de bedrijfsrevisor een negatieve assurance of een verklaring met voorbehoud aflevert.

6.5. Private Rapporteringsopdracht: Auditrapport over de Working Capital Statement

6.5.1. Definitie van Working Capital Statement

Met werkkapitaal wordt bedoeld: het vermogen van de uitgevende entiteit om te beschikken over kasgeld en andere liquide middelen teneinde aan haar schulden te voldoen zodra deze betaalbaar worden (NIVRA, 2010).

Het Working Capital Statement geeft een indicatie van de continuïteit van de onderneming. Wettelijk moet er werkkapitaal zijn voor 12 maanden, maar de grote auditkantoren vragen veiligheidshalve 18 tot 24 maanden werkkapitaal. Het werkkapitaal is het vlottend actief (voorraden, vorderingen, kaste goeden,..) verminderd met het leverancierskrediet⁴¹. Dit is pre-money, dat wil zeggen dat het geen rekening houdt met het opgehaalde bedrag. Indien er onvoldoende werkkapitaal is geeft zij aan hoe zij in het benodigde extra werkkapitaal denkt te voorzien (doorgaans 'verklaring betreffende het werkkapitaal' genoemd). De Prospectusrichtlijn 2003/71/EG schrijft voor dat in het geval dat de prospectusinformatie voor twaalf maanden of méér geldig blijft, in het prospectus een verklaring van de entiteit betreffende het werkkapitaal wordt opgenomen. De ESMA geeft hiervoor in haar publicatie van januari 2005 informatie over het belang van het opnemen van een Working Capital Statement, definities van 'clean' Working Capital Statement en 'qualified' Working Capital Statement en tenslotte de principes om het Working Capital Statement op te stellen. De Wet van 16 juni 2006 schrijft voor dat er ook een verklaring omtrent het Werkkapitaal moet worden opgenomen in het prospectus.

6.5.2. 'Clean' versus 'qualified' working capital statement

Nico Houthaève, bedrijfsrevisor bij Deloitte en Peter D'Hondt, bedrijfsrevisor bij PriceWaterHouseCoopers benadrukken het belang van een **'clean' working capital statement**. Een 'clean' working capital statement vermeldt dat er nog voldoende werkkapitaal voorzien is voor de komende 12 maanden. Er mag geen vermelding gemaakt worden van assumpties, gevoeligheden, risicofactoren of addertjes onder het gras. Alle 'working capital statements' moeten gemaakt worden op basis van redelijke assumpties. Tot op heden zijn er in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' nog geen instructies opgenomen betreffende de controle van een working capital statement. Sommige ondernemingen doen net een kapitaaltransactie om extra middelen op te halen. De Underwriters verkiezen echter zekerheid te hebben dat de onderneming een 'clean' working capital statement opstelt - zonder dat men er vanuit gaat dat de kapitaalverhoging zal doorgaan. De Underwriters 'eisen' van de bedrijfsrevisor een verslag over het working capital als comfort. De bedrijfsrevisor levert hiervoor dan een **'long form rapport'** af. Er is nog veel discussie gaande omtrent de controle van het working capital statement en er is dus nood aan duidelijke richtlijnen hieromtrent. Het NIVRA (het

⁴¹ Mercken, R. (2004) De investeringsbeslissing: een beleidsgerichte analyse.

Koninklijk Nederlandsinstituut voor Registeraccountants), maakt hierover wel melding in haar publicatie 'Assurance en overige opdrachten met betrekking tot prospectussen'.

Indien een onderneming géén '**clean' working capital statement** kan afleveren, moet men wel vooruitzichten geven: hoeveel heeft men nog nodig en in welke termijn? Dit wordt voorgeschreven door de Prospectusverordening. Het is de taak van de bedrijfsrevisor om het tekort aan werkkapitaal te alarmeren en te zeggen aan het management dat er iets aan gedaan moet worden, zelfs indien de transactie niet zal plaatsvinden. De Underwriters vragen dat het Working Capital Statement op redelijke criteria gebaseerd is. De bedrijfsrevisor ziet het Working Capital Statement meer cijfermatig.

'**Qualified' working capital statements** moeten gemaakt worden wanneer de emittent geen clean statement kan maken. De emittent moet dan eerst een duidelijk statement maken dat '... Er onvoldoende werkkapitaal is om te voorzien in de huidige behoeften...'. Hiernavolgende moeten een aantal zaken bekendgemaakt worden aan de investeerders, zodat deze volledig geïnformeerd zijn wat betreft het werkkapitaal van de emittent.

Deze zaken zijn:

- De relatieve timing waarin het werkkapitaal nodig is, als antwoord op de vraag 'wanneer verwacht te emittent een tekort aan werkkapitaal te hebben?', zodat de investeerder de dringendheid van het werkkapitaalprobleem begrijpt.
- Het tekort aan werkkapitaal bij benadering, als antwoord op de vraag 'hoeveel bijkomende financiering heeft de emittent nodig?'
- Een actieplan: 'Hoe zal de emittent voorzien worden van voldoende werkkapitaal?' Deze methoden kunnen zijn: herfinanciering; opnieuw onderhandelen over nieuwe krediettermijnen en/of kredietfaciliteiten; een daling in de discretionaire kapitaaluitgaven; de strategie of het overnameprogramma herzien; de verkoop van activa. Het is belangrijk dat de emittent uitlegt hoe vertrouwd ze erop zijn dat deze acties effectief zullen zijn en de timing van deze acties bespreekt. Waar relevant, moeten de mogelijke negatieve implicaties van eender welk van deze acties bekend gemaakt worden (CESR, 2005).

6.6. Comfort Letters

Wat zijn Comfort Letters nu eigenlijk en wat is nu het nut hiervan? De banken hebben hun **due diligence**, zij moeten verificaties uitvoeren. In de paragraaf 3.7. 'Due diligence' zijn we hier al

dieper op ingegaan. Nu bespreken we de link tussen deze due diligence en de Comfort Letter. Een algemeen principe van de Comfort Letter is dat de elementen waarover de bedrijfsrevisor al een rapport geschreven heeft, niet onderworpen zijn aan de procedures in de Comfort Letter. In vele gevallen worden de Underwriters aansprakelijk gesteld voor materiële weglatingen en/of fouten in een prospectus. De verdediging van de Underwriter is dus dat zij due diligence hebben uitgevoerd, ofwel een onderzoek gedaan hebben naar de financiële data die nog niet 'gecontroleerd' is. Hierdoor kan de Underwriter zich indekken met het feit dat deze na een redelijk onderzoek, reden had om te geloven dat er geen materiële weglatingen of fouten waren. Gecontroleerde data is geverifieerd door een bedrijfsrevisor die er een verslag over heeft geschreven. De Underwriter vraagt aan de bedrijfsrevisor een Comfort Letter over de niet-gecontroleerde financiële informatie. Om een Comfort Letter op te stellen moet het Prospectus niet in zijn geheel geëvalueerd worden. Dit is de verantwoordelijkheid van de emittent, de onderwriters en de bevoegde autoriteit die het prospectus goedkeurt. Een dergelijke Comfort Letter kan over het algemeen slechts worden verstrekt door de commissaris aangezien het een natuurlijke uitbreiding is van zijn rol en verkregen kennis in de hoedanigheid van de bedrijfsrevisor van de entiteiten. Waar mogelijk moet de bedrijfsrevisor de **nationale professionele standaarden** betreffende de Comfort Letters, volgen. De revisor levert in de Comfort Letter een 'negative assurance' over het boekjaar van het afgelopen jaar, met als verklaring dat er zich geen materiële of wezenlijk negatieve veranderingen hebben voorgedaan. Concreet zijn er een vijftal soorten Comfort Letters. In de UK zijn er méér dan in Europa.

Waar komt het gebruik van Comfort Letters vandaan? We kunnen dus weeral verklaren dat de bedrijfsrevisoren zich zeer pro-actief gedragen in het naleven van de Prospectuswetgevingen. Zo is er de 'Federation of European Accountants' (FEE) die zich toelegt op het uitgeven van leidraden met betrekking tot Comfort Letters. De FEE is de vertegenwoordigende organisatie van de bedrijfsrevisoren in Europa. De FEE werd opgericht op 1 januari 1987. De leden van FEE zijn 45 professionele revisoreninstututen in 33 landen. Er zijn in alle 27 Lidstaten van de Europese Unie leden-instituten van de FEE. Ze vertegenwoordigen meer dan een half miljoen revisoren in Europa. De FEE heeft actief de ontwikkeling van de Prospectusrichtlijn, de Prospectusverordening en de leidraad van CESR op het niveau 3 gevolgd. Huidige praktijken werden besproken en waardevolle inzichten over de problemen die de betrokken actoren en hun bedrijfsrevisoren tegenkomen, werden verworven. De FEE bespreekt in haar Discussion Paper van april 2005 uitgebreid het thema 'Comfort Letters' en geeft aanwijzingen aan de bedrijfsrevisoren met betrekking tot het opstellen ervan.

6.6.1. Soorten Comfort Letters

1. De **Significant Change Comfort Letter** (private rapportering) behandelt de significante veranderingen die zouden kunnen hebben plaats gevonden tussen de datum van de laatste jaarrekening en de datum van het prospectus. In de Comfort Letter verklaart de bedrijfsrevisor dat er géén andere significante veranderingen noch verminderingen waren in de financiële rekeningen sinds de datum van de laatste audit, hebben plaatsgevonden dan die, vermeld in het prospectus. In een aantal gevallen werd er tevens een 'No significant changes statement' opgenomen in het prospectus.
2. De **Working Capital Statement Comfort Letter** (private rapportering). Zowel in 'short form' als in 'long form'. Deze gaat over de toekomst. Belangrijk hier is het verlenen van transparantie: is er nog voldoende Working Capital voor de komende twaalf maanden? Indien dat niet het geval is, dan wil de FSMA typisch dat de structuur van de aanbieding aangepast wordt. De bedrijfsrevisor gaat na of deze verklaring inzake het werkkapitaal op een redelijke methode opgesteld is.
3. De **Profit Forecast Comfort Letter** (publieke rapportering) wordt opgelegd door de Prospectusrichtlijn en gaat over de rendabiliteit. De Statements over eerdere winstvoorspellingen moeten geupdated worden. Deze Comfort Letter bestaat ook in 'short' en 'long' form. De 'short form' gaat over het aftasten van hoe robuust/ aannemelijk de forecast is. De 'long form' is meer omstandiger. Men gaat na (balans-, Cash Flow- en resultaatgewijs) of het een goed ingeburgerd proces is of gewoon een blaadje papier. De bedrijfsrevisor laat zich niet in met de informatie die de onderneming hem geeft, hij gaat ervan uit dat deze correct is.
4. De **Pro Forma Comfort Letter**. Pro forma informatie vermeldt hoe na een grote significante verandering de financiële rapportering er zou hebben uit gezien, moest de transactie aan het begin van de periode hebben plaatsgevonden. Deze Comfort Letter is een 'short form' Comfort Letter. In paragraaf 6.4.2. vermelden we op welke wijze de bedrijfsrevisor te werk ging bij het controleren van de pro forma informatie.
5. De **Tax Comfort Letter**. In het prospectus wordt vaak een specifiek deel betreffende de fiscale gevolgen van de kapitaal verhoging of notering voor de aandeelhouders opgenomen. Hiermee gaat men aan de investeerders toelichten wat de fiscale behandeling zou zijn van hun dividenden, zij het dat deze worden uitgekeerd op EURONEXT, in Zwitserland,..enz. De informatie moet volledig en accuraat zijn.

Comfort Letters bevatten verder:

- (a) Verklaringen met betrekking tot de onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor;
- (b) Referenties van de gebruikte auditstandaarden;
- (c) Herhaling van de statements van het management;
- (d) Een lijst van de toegepaste procedures op andere dan in het prospectus opgenomen financiële informatie;

In bijlage 12.1. is een voorbeeld van een Comfort Letter opgenomen.

6.7. Aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor

Aerts, K. (2002) bespreekt de taken en aansprakelijkheden van bedrijfsrevisoren. De Belgische bedrijfsrevisor stelt zich bloot aan aanzienlijke aansprakelijkheidsrisico's. Wetgeving en rechtspraak eisen van de bedrijfsrevisor dat hij zich gedraagt als een specialist in tal van materies. Zonder de kennis van een goed jurist en de vaardigheden van een ervaren accountant, riskeert elke bedrijfsrevisor te moeten instaan voor de financiële gevolgen van ontspoorde investeringen en zelfs van faillissementen. Tevens riskeert de bedrijfsrevisor strafrechtelijke veroordelingen en tuchtrechtelijke sancties. Het wetboek van vennootschappen bevat een dertigtal bepalingen die strafrechtelijk worden gesanctioneerd.

Verder vallen de verplichtingen van de bedrijfsrevisor terug op de gebruikte middelen, niet het bekomen resultaat. De rechter zal bij een proces steeds de acties vergelijken met wat een 'normaal toegewijd en voorzichtige' bedrijfsrevisor zou hebben gedaan. Verder wordt er beoordeeld in functie van de context, niet in functie van de schade.

6.7.1. Wettelijke taken van de bedrijfsrevisor

Het takenpakket van de bedrijfsrevisor bestaat enerzijds uit de wettelijke taken, bepaald door het Wetboek Van Vennootschappen, en anderzijds uit het leveren van publieke en eventueel ook private Comfort Letters. Onder de wettelijke taken vallen eerst en vooral de certificering van de jaarrekening, van de geconsolideerde jaarrekening en van de aan de ondernemingsraad te verstrekken inlichtingen⁴². Op de site van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren worden de publiek- of privaatrechtelijke vennootschappen en instellingen die aan een wettelijke audit van hun financiële staten zijn onderworpen, opgesomd.

Verder heeft de bedrijfsrevisor nog een aantal andere wettelijke taken, waarbij hij veelal als een adviseur fungeert. Zo stelt de onderneming het opstellen van het prospectus continu vragen aan de bedrijfsrevisor over bijvoorbeeld de kapitaalverhoging, de geplande overname, waarderingen, enz. Hij moet ten allen tijden onafhankelijk blijven en ervoor zorgen dat de aandeelhouders juist en voldoende geïnformeerd worden.

6.7.2. Wettelijke aansprakelijkheid: Artikel 1382 en artikel 1383 van het Burgerlijk Wetboek

Deze specifieke wettelijke taken worden volgens het burgerrecht, of 'gemeenrecht' gesanctioneerd in artikel 1382 en artikel 1383 van het Burgerlijk Wetboek.

Artikel 1382 van het Burgerlijk Wetboek formuleert de **buitencontractuele aansprakelijkheid** voor eigen daad als volgt: 'Elke daad van de mens, waardoor aan een ander schade wordt veroorzaakt, verplicht degene door wiens schuld de schade is ontstaan, deze te vergoeden'.

In artikel 1383 van het Burgerlijk Wetboek wordt het **foutbegrip** uitgelegd en uitgebreid: 'Ieder is aansprakelijk niet alleen voor de schade welke hij door zijn daad, maar ook voor die welke hij door zijn nalatigheid of door zijn onvoorzichtigheid heeft veroorzaakt'. De buitencontractuele aansprakelijkheid bestaat aldus uit 3 constitutieve elementen: fout, schade en een oorzakelijk verband tussen beide.

⁴² Art 523 en 524 van het Wetboek van Vennootschappen

6.7.2.1. Fout

De mogelijke fouten worden opgesomd in paragraaf 6.9.6. 'Aansprakelijkheidsgronden'. Komen deze ook wel eens in de praktijk voor? Er is in het verleden nog maar weinig belangrijke rechtspraak geweest in verband met de taken en aansprakelijkheden van de bedrijfsrevisor. De bedrijfsrevisoren beseffen zeer goed dat, in het licht van de snelle opmars van de aansprakelijkheidsvorderingen tegen bedrijfsrevisoren in onze buurlanden, de omschrijving van hun aansprakelijkheid de toekomst van hun beroep zal bepalen.

Zo werd KPMG aangeklaagd in de zaak **Lernout & Hauspie** door de verenigde gedupeerde beleggers. Het betrof het concept en de uitwerking van de LDC's⁴³. Het betrof in dit geval dus niet het prospectus naar aanleiding van de kapitaalverhoging in 1996. Dexia en KPMG gingen uiteindelijk op strafgebied vrijuit in het dossier Lernout & Hauspie (trends.be). Voigt (2005) bevestigt dat er nog geen bedrijfsrevisoren en/of auditkantoren werden veroordeeld in België.

Een fout dient **in abstracto** te worden beoordeeld: had een normaal voorzichtige en bekwame bedrijfsrevisor, in dezelfde feitelijke omstandigheden, de problemen wel kunnen voorzien en passende maatregelen kunnen treffen? Vaak kan ook door de beklagde bedrijfsrevisor het principe van de onoverkomelijke dwaling worden ingeroepen. Dit is het geval wanneer het bestuur van de gecontroleerde onderneming verkeerde informatie doorgeeft of wanneer er fraude wordt gepleegd door het management en een redelijke bedrijfsrevisor deze fraude niet heeft kunnen vast stellen. Deze dwaling kan niet worden ingeroepen wanneer men zelf fouten heeft begaan. De bedrijfsrevisoren moeten zich kritisch en onafhankelijk opstellen.

De bedrijfsrevisoren mogen, in het belang van derden, het conflict met de cliënt niet schuwen en moeten hun cliënten tijdig op diens fouten moeten.

6.7.2.2. Schade

Enkel de **waarde van de verloren reële en vaststaande kans** komt voor vergoeding in aanmerking. Deze wordt door de rechter beoordeeld.

Wanneer beleggers willen bewijzen dat hun beslissing tot aankoop van aandelen effectief gebaseerd was op een foutief controleverslag van een commissaris, dienen zij aan te tonen dat het bewuste verslag heeft bijgedragen tot de concrete, schadelijke aankoopbeslissing (Aerts, 2002). De Boeck (2005) bevestigt dit en voegt hieraan toe dat omwille van de technische aard van het

⁴³ Language Development Companies

beroep, het zeer moeilijk is voor leken om fouten te beoordelen, schade vast te stellen én ook een oorzakelijk verband aan te tonen tussen de fout van de bedrijfsrevisor en de geleden schade. In vele gevallen komt het zelfs niet tot een aanklacht tegen de bedrijfsrevisor, want vele lezers van jaarrekeningen en prospectussen menen dat de simpele aanwezigheid van het controleverslag voldoende geruststelling biedt.

6.7.2.3. Oorzakelijk verband

De beleggingsbeslissing is niet altijd rechtstreeks, maar vaak onrechtstreeks gebaseerd op het controleverslag van de bedrijfsrevisor of het prospectus.

Het **rechtstreekse verband** kan men aantonen via het opvragen door de belegger van het jaarverslag van de onderneming op de maatschappelijke zetel of een kopie van de jaarrekening bij de Nationale Bank, in de weken voor de aankoop. Voorbeelden hiervan zijn in de rechtspraak⁴⁴ te vinden.

Wanneer een derde, die de fout van de bedrijfsrevisor inroept, expliciet is vermeld als bestemming van het verslag, zal het bewijs van oorzakelijk verband veel gemakkelijker kunnen worden geleverd.

Men kan spreken van een **onrechtstreeks verband** wanneer de kandidaat-koper een bepaald voorbehoud heeft opgemerkt, dat zou gemaakt moeten zijn door de bedrijfsrevisor, en dat de kandidaat-koper hierdoor zijn aankoopbeslissing zou wijzigen. Dit is echter zeer moeilijk te bewijzen zoals reeds eerder was beweerd door Aerts (2002) en De Boeck (2005).

Pijls (2009) bevestigt dat er geen oorzakelijk verband is indien er geen (potentiële) schade kan worden vastgesteld. Gedupeerde beleggers kunnen hiertoe tijdens een proces materiaalrechtelijke vragen beantwoorden om oorzaak-gevolg aan te tonen. Er zijn volgens hem verschillende genres van oorzakelijke verbanden: het *conditio sine qua non*⁴⁵-verband, het toerekeningverband en de eigen schuld.

⁴⁴ Rechtbank van Brussel, 12 december 1996, T.R.V. 1997, 14

⁴⁵ een fout staat in oorzakelijk verband met de schade als de schade zich, zonder de fout, niet zou hebben voorgedaan zoals ze zich *in concrete* voordeed.

6.7.3. Artikel 140 van Het Wetboek van Vennootschappen

Het Wetboek van Vennootschappen bespreekt in artikel 140 de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor.

De commissarissen zijn jegens de vennootschap hoofdelijk aansprakelijk voor:

- (a) de tekortkomingen die zij in de uitoefening van hun taak begaan;
- (b) overtreding van de wet of statuten;
- (c) onrechtmatige daad volgens het gemeenrecht

Zij zijn zowel jegens de vennootschap⁴⁶ als jegens derden⁴⁷, **hoofdelijk aansprakelijk** voor alle schade die het gevolg is van overtreding van de bepalingen van dit wetboek of van de statuten. Ten aanzien van de overtredingen waaraan zij geen deel hebben gehad, worden zij van die aansprakelijkheid slechts ontheven wanneer zij aantonen dat zij hun taak naar behoren hebben vervuld en zij die overtredingen hebben aangeklaagd bij het bestuursorgaan en, in voorkomend geval, indien daar geen passend gevolg werd gegeven, op de eerste daaropvolgende algemene vergadering nadat zij er kennis van hebben gekregen⁴⁸.

6.7.4. Beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor

Artikel 17 van de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een IBR bepaalt dat bedrijfsrevisoren aansprakelijk zijn volgens het gemeen recht voor de uitoefening van de opdrachten die hen werden toevertrouwd door of krachtens de wet.

Tot eind 2005 waren bedrijfsrevisoren burgerrechtelijk onbeperkt aansprakelijk bij het uitvoeren van hun wettelijke opdrachten. De aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren werd wettelijk beperkt door artikel 62 van de Wet houdende diverse bepalingen van 23 december 2005 tot wijziging van artikel 17 van de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een IBR. Door deze wet wordt de burgerrechtelijke aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren voor de uitoefening van hun wettelijke

⁴⁶ dit is de contractuele aansprakelijkheid

⁴⁷ dit is de buitencontractuele aansprakelijkheid

⁴⁸ Artikel 140 van het Wetboek van Vennootschappen

opdrachten **beperkt** tot drie miljoen EUR bij niet-genoteerde ondernemingen en tot twaalf miljoen EUR bij beursgenoteerde ondernemingen indien de overtreding **niet** gepleegd werd met **bedrieglijk opzet of met het oogmerk te schaden**.

Hier tegenover staat dat wanneer de bedrijfsrevisor handelt met bedrieglijk opzet of met het oogmerk om te schaden, is hij nog steeds onbeperkt aansprakelijk voor zijn fouten. Dus ook als de schade bij een beursgenoteerde onderneming de 12 miljoen EUR overstijgt, dient hij deze te vergoeden aan de gedupeerde aandeelhouders. Dit is een bijzondere vorm van opzet. Het enkele bewijs van de bewuste overtreding van een wettelijke bepaling is niet voldoende: de bedrijfsrevisor moet de bedoeling hebben gehad om de vennootschap of de belanghebbenden te benadelen en dit moet bewezen worden (De Poorter, 2006). De **bewijslast** hiervoor ligt zoals altijd bij de aanklager (Jong, 2010). De mogelijkheid van een nadeel volstaat: er wordt niet vereist dat het nadeel werd berokkend of onvermijdbaar is (Braeckmans, 2006). Ann de Boeck (2005) stelt hierbij dat het oorzakelijk verband tussen de (opzettelijke) fout en de (geleden) schade moeilijk aan te tonen is. De rechtspraak concludeert evenwel dat een causaliteitsvermoeden onvoldoende is.

Over de bovengenoemde aansprakelijkheidsbeperking is al veel inkt gevloeid. Voornamelijk de banken als Underwriter bij een IPO of kapitaalverhoging zijn voorstander van een verhoging van deze liability cap, ten einde hun eigen aansprakelijkheidsrisico te verkleinen. Het Instituut van de Bedrijfsrevisoren is zich hiervan ook bewust en erkent tevens de noodzaak om de '**liability cap**' in een contractuele overeenkomst met de gecontroleerde entiteit, te verhogen⁴⁹.

Delmotte (2006) wijst erop dat de nieuwe aansprakelijkheidsregeling⁵⁰ niet alleen gevolgen zal hebben voor de bedrijfsrevisoren zelf, maar ook voor het management en het bestuur, alsook de andere spelers op het gebied van corporate governance, zoals advocaten en zakenbankiers. Hierdoor kunnen gedupeerde beleggers en investeerder op zoek kunnen gaan naar andere solvabele partijen. Volgens Piet Hemschoote van Ernst & Young heeft de aansprakelijkheidsbeperking echter weinig invloed op het aantal aansprakelijkheidsvorderingen tegen commissarissen. Reden hiervoor is dat de bedragen reeds vrij hoog liggen. De bedrijfsrevisoren stellen zich ook terecht de vraag waarom er een specifieke aansprakelijkheidsregeling nodig is terwijl er toch al gemeen recht bestaat (Gaens, 2008). Gert Vanhees van Deloitte benadrukt dat de laatste jaren de omvang van de populatie van stakeholders die de bedrijfsrevisor kunnen aanklagen, sterk is toegenomen wegens het steeds meer wijdverspreide aandeelhouderschap, welk mogelijk is geworden dankzij de nieuwe beurstechnologieën, waardoor aandeelhouders van over de hele wereld op een heel aantal financiële markten aandelen kunnen kopen. Hierdoor is ook het risico voor de bedrijfsrevisor

⁴⁹ IBR, Jaarverslag, 2005, p. 48-51

⁵⁰ artikel 62 van de Wet houdende diverse bepalingen van 23 december 2005 tot wijziging van artikel 17 van de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een IBR

toegenomen. Dankzij de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking kan de **continuïteit van het beroep** van bedrijfsrevisor gegarandeerd worden, wat noodzakelijk is. De wetgever wil hiermee vermijden dat men via een achterpoortje de aansprakelijkheid plots gaat verhogen en om geen scheefgetrokken situatie van onbeperkte aansprakelijkheid ten opzichte van de begeleidende bank te krijgen. Men kan de bedrijfsrevisor enkel over zijn rapportering aanspreken. Dit is zijn proportioneel risico ten opzichte van de uitgevoerde werken, niet ten opzichte van de gehele transactie. Zijn ereloon reflecteert ook het risico en de aansprakelijkheid.

Volgens het IBR geldt de aansprakelijkheid ook over de opinies, opgenomen in de private Comfort Letters. Hierover is echter nog veel discussie. De **Comfort Letter** kan dus ook dienen als bewijsstuk in een rechtszaak: de bank of onderneming proberen hun verantwoordelijkheid door te schuiven naar de bedrijfsrevisor door aan te tonen dat de beleggers niet zouden mee zijn ingestapt in de openbare aanbieding indien de prospectusinformatie wél correct was. De bedrijfsrevisor die in de Comfort Letter stelt dat de informatie juist was, kan dus aansprakelijk gesteld worden. De bedrijfsrevisor kan dan op zijn beurt weer de aansprakelijkheidsvordering weerleggen indien hij kan aantonen dat hij door het management werd voorgelogen.

6.7.5. Aansprakelijkheidsgronden

Aerts (2002) deelt de aansprakelijkheidsgronden in naar aard. Deze zijn ten eerste de **fouten** in de uitvoering van **certificatieopdrachten**: een verkeerde werkmethode, schending van de meldingsplicht, laattijdig inleveren van het controleverslag en het laattijdig melden van een geval van discontinuïteit. Verder is de bedrijfsrevisor ook aanspreekbaar op fouten in de uitvoering van de waarderingsopdracht, fouten in de adviesverlening en expertiseopdrachten, schending van de onafhankelijkheid en ten slotte schending van het beroepsgeheim. Tilleman (2003) vermeldt verder dat schending van het beroepsgeheim en valsheid in geschriften als misdrijf worden geklasseerd en onder de **strafrechtelijke** aansprakelijkheid vallen. Als vanzelfsprekend is hier de aansprakelijkheidsbeperking volgens artikel 62 van de Wet houdende diverse bepalingen van 23 december 2005 tot wijziging van artikel 17 van de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een IBR niet van toepassing daar het gaat om een opzettelijke fout. De onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor valt, samen met de verplichting tot waardigheid, kiesheid en rechtschapenheid⁵¹ en het verbod bepaalde nevenberoepen uit te oefenen onder de fundamentele deontologische verplichtingen van de bedrijfsrevisor.

⁵¹ Hieronder vallen de overtredingen van het vennootschapsrecht of het boekhoudrecht en de terughoudendheid in gebruikte bewoordingen

6.7.6. Onttrekking aan de aansprakelijkheid

De bedrijfsrevisor kan zich enkel onttrekken aan zijn aansprakelijkheid door middel van:

- a) de kwijting door de algemene vergadering;
- b) het opnemen van een contractuele bepaling in de overeenkomst tussen bedrijfsrevisor en een bepaalde onderneming;
- c) de verjaring.

6.8. Prospectusaansprakelijkheid

6.8.1. Wettelijke regeling

Hierbij bespreken we de juiste informatie in het prospectus en de verantwoordelijkheid van het management voor de inhoud ervan. Vervolgens gaan we na of de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor voor de inhoud van het prospectus wettelijk geregeld is en of de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking ook op de controle van toekomstgerichte informatie van toepassing is.

De Schrijver (1996) omschrijft het prospectus als het document dat de beleggers dient toe te laten te oordelen of het al dan niet interessant is deel te nemen aan openbare kapitaalverhoging of IPO waarbij men aandelen verwerft of een openbaar bod tot overname. Het prospectus bevat verder een aanbod dat voldoende informatie dient te bevatten opdat een belegger enkel dient te aanvaarden om het contract tot stand te brengen.

Nu moeten we ons de vraag stellen in welke mate deze aansprakelijkheid wettelijk geregeld is, enerzijds op Europees niveau, anderzijds op nationaal niveau. Franx (2004) vermeldt dat de harmonisatie van het nationale recht van de lidstaten inzake prospectusaansprakelijkheid niet als een van de doelstellingen van de Prospectusrichtlijn genoemd. De Europese Commissie zal in de toekomst een vergelijkend overzicht maken van de aansprakelijkheidsregelingen die in de lidstaten gelden (cf. overweging 12 bij de Prospectusrichtlijn 2010/73/EU) (Janssens, 2010). Artikel 6.2 van de **Prospectusrichtlijn** stipuleert dat de lidstaten er zorg voor dienen te dragen dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op

de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. Dus buiten het feit dat de aansprakelijke personen overeenkomstig artikel 6.1 Prospectusrichtlijn duidelijk dienen te worden geïdentificeerd laat de Prospectusrichtlijn zich **niet** in met het **aansprakelijkheidsvraagstuk** zelf. Dit wordt overgelaten aan de nationale overheden. Het is echter zo dat het meestal de emittent zal zijn die als verantwoordelijke voor het prospectus wordt vermeld, aangezien de financiële instelling die de emittent begeleidt meestal niet bereid zal zijn de aansprakelijkheid op zich te nemen. Toch vond de Belgische wetgever het nodig om deze materie in nationale wetgeving vast te leggen.

Het prospectus moet duidelijk vermelden wie (de emittent, aanbieder, aanvrager van de toelating tot de verhandeling of garant) **verantwoordelijk** is voor het integrale prospectus en eventuele aanvullingen hierop⁵². Het prospectus kan aanvullend ook vermelden wie verantwoordelijk is voor bepaalde delen van het prospectus. De emittent heeft een belangrijke positie wanneer het gaat over informatie die voor de beleggingsbeslissing relevant is: vermits het precies handelt over zijn effecten is de emittent de best geplaatste partij om de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie te beoordelen. Jong (2010) stelt dat ieder die iets misleidend in het prospectus zet, aansprakelijk is tegenover de belegger in kwestie.

De regels over prospectusaansprakelijkheid in de Overnamewet⁵³ sluiten aan bij de regels in de Prospectuswet. Artikel 61 van de Prospectuswet regelt de **aansprakelijkheid van de verantwoordelijke personen**: '§ 1. Wanneer het prospectus ter goedkeuring wordt voorgelegd aan de FSMA, wordt er duidelijk in vermeld wie verantwoordelijk is voor het integrale prospectus en de eventuele aanvullingen hierop. De verantwoordelijke personen worden geïdentificeerd aan de hand van hun naam en functie of, indien het rechtspersonen zijn, aan de hand van hun naam en statutaire zetel. De aansprakelijkheid voor het integrale prospectus en de eventuele aanvullingen hierop kan uitsluitend worden gedragen door de uitgevende instelling en haar leidinggevende, toezichthoudende of bestuursorganen, de aanbieder, de aanvrager van de toelating tot de verhandeling en de garant. In het prospectus wordt een verklaring opgenomen van de verantwoordelijke personen waaruit blijkt dat, voor zover hen bekend, de gegevens in het prospectus in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van het prospectus zou wijzigen. Onverminderd het eerste lid kunnen in het prospectus de personen worden vermeld die verantwoordelijk zijn voor een deel van het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop.'

De **Prospectuswet** voert dus een vermoeden van aansprakelijkheid in ten laste van de persoon die in het prospectus aangewezen is als degene die de prospectusaansprakelijkheid draagt.

⁵² Artikel 61 van de Prospectuswet. Met opzet een prospectus publiceren met onjuiste of onvolledige informatie die het publiek kan misleiden omtrent het vermogen, de financiële toestand, het resultaat of de vooruitzichten van de emittent, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling, dan wel omtrent de rechten verbonden aan de betrokken beleggingsinstrumenten, wordt strafrechtelijk betuigd (artikel 69, 4° van de Prospectuswet).

⁵³ Wet van 1 april 2007, De Overnamewet

Wanneer een belegger aantoont dat het prospectus onjuiste of misleidende informatie bevat of dat er wettelijk vereiste informatie ontbreekt, dat het ontbreken of het onjuist of misleidend karakter van informatie van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoopprijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed én dat hij schade heeft geleden, wordt het oorzakelijk verband tussen deze gebrekkige informatie en de schade – behoudens tegenbewijs - vermoed (eubelius.com).

Er wordt echter **niets** vermeld over een mogelijke **wettelijke aansprakelijkheid** van de **bedrijfsrevisor**. Men zou hieruit kunnen afleiden dat enkel de emittent en de begeleidende banken kunnen gedagvaard worden inzake een misleidend prospectus. Hierbij is het belangrijk te herhalen dat de controle van prospectusinformatie onder verschillende wettelijke regimes valt. De controle en publieke rapportering van historisch financiële informatie valt onder de wettelijk opdracht van de bedrijfsrevisor. Enkel op deze opdrachten is de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van toepassing. De vraag is nu of deze ook toepasbaar is op de contractuele opdrachten, met name de controle van pro forma informatie, winstprognoses, tussentijdse financiële informatie, werkkapitaal statement en het auditrapport betreffende significante veranderingen. Het onderzoek leert ons dat bij **fout, schade en oorzakelijk verband** ook de bedrijfsrevisor aangesproken kan worden op basis van het gemeenrecht. De verslagen en Comfort Letters van de bedrijfsrevisor zullen dan als bewijsstukken gebruikt worden. Dit is overeenkomstig de stelling van Camesasca (1996) waarin de emittent aansprakelijk gesteld zal kunnen worden zowel wanneer fouten worden gepleegd door zijn organen als door zijn aansprakelijkgestelden, overeenkomstig de gemeenrechtelijke principes van respectievelijke vertegenwoordiging en kwalitatieve aansprakelijkheid⁵⁴. De praktijk leert ons echter dat deze **bewijsvoering zeer moeilijk** is door de technische aard van het beroep van de bedrijfsrevisor en de wettelijke beperking van aansprakelijkheid en de verklaring van de bedrijfsrevisor dat zij enkel uitspraken doen over de juistheid van de gebruikte waarderingmethodes, niet over de juistheid van de in het prospectus opgenomen bedragen. Paragrafen 2 tot en met 4 van het artikel regelen de **aansprakelijkheidsgronden met name misleidende, onjuiste of inconsistente informatie** die mogelijk tot een nadeel leiden ten aanzien van het prospectus en de schadevergoedingen door de emittent en de Underwriter aan de gedupeerde belegger.

§ 2. Niettegenstaande elk andersluidend beding in het nadeel van de belegger, zijn de overeenkomstig § 1, aangewezen personen tegenover de belanghebbenden hoofdelijk verplicht tot herstel van het nadeel veroorzaakt door de misleidende of onjuiste aard van de informatie in het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop of door het ontbreken in het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop van de informatie voorgeschreven door deze wet,

⁵⁴ Camesasca, P. D. (1996), Prospectusaansprakelijkheid, DAOR 1996, afl. 39, (9) 9

door Verordening nr. 809/2004 of door de met toepassing van deze wet genomen besluiten. Het nadeel dat de belegger wordt berokkend, wordt, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van het ontbreken van of het misleidende of onjuiste karakter van de informatie in het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop, indien het ontbreken van deze informatie of het misleidende of onjuiste karakter ervan, van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoopprijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed.

'§ 3. Een persoon kan niet alleen op basis van de samenvatting van het prospectus of de vertaling hiervan aansprakelijk worden gesteld, tenzij die misleidende, onjuiste of inconsistente informatie bevat ten aanzien van de andere delen van het prospectus⁵⁵.'

'§ 4. Niettegenstaande elk andersluidend beding in het nadeel van de belegger, zijn de uitgevende instelling, de aanbieder of de aanvrager van de toelating tot de verhandeling, alsook de door hen aangestelde tussenpersonen, verplicht tot herstel van het nadeel veroorzaakt door de misleidende, onjuiste of inconsistente informatie ten aanzien van het prospectus, vervat in de reclame, documenten of berichten met betrekking tot de verrichting die op hun initiatief zijn gepubliceerd, dan wel door de strijdigheid van deze reclame, documenten of berichten met de bepalingen van artikel 58 of genomen krachtens dit artikel. Het nadeel dat de belegger wordt berokkend, wordt, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van het misleidende, onjuiste of inconsistente karakter, ten aanzien van het prospectus, van de informatie in de reclame of in andere documenten of berichten met betrekking tot de verrichting, dan wel van de strijdigheid van die informatie met de bepalingen van artikel 58 of genomen krachtens dit artikel, indien het misleidende, onjuiste of inconsistente karakter dan wel de strijdigheid van deze informatie van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoopprijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed.'

Elke vorm van onvolledige, onjuiste of onzorgvuldige informatieverstrekking en dit ongeacht de oorzaak van die onjuistheid of onvolledigheid, kan aldus bron van aansprakelijkheid zijn. Irrelevant zijn de vragen naar de kwalificatie van de fout - opzettelijk, zwaar of licht - die aan de onjuiste of onvolledige informatieverstrekking ten grondslag ligt. Voorts geldt een verplichting tot bekendmaking van de **aanvullende informatie**. Ook de aanvullingen en bijwerkingen vereisen de goedkeuring van de FSMA voorafgaand aan de publicatie ervan. Bovendien verdienen enkele bijzondere punten nog de aandacht. Het eerste betreft de vraag of en in welke mate de emittent de vooruitzichten van de onderneming in de prospectus moeten opnemen. Verder kan de emittent risico's en onzekerheden aangeven, eventueel met een beleggingsontradend effect. De FSMA pleit hier voor redelijkheid en bondigheid: alleen de belangrijke risico's specifiek voor de emittent of zijn

⁵⁵ zie ook Artikel 24 Prospectuswet

sector worden meegedeeld. Ten slotte is er ook de vraag naar de aansprakelijkheid van de emittent en Underwriter voor informatie die door **derden** de wereld is ingestuurd. Het is duidelijk dat zij niet moeten instaan voor informatie verstrekt door 'echte derden', bijvoorbeeld de pers, een ratingagentschap, enz. Voor informatie verstrekt door zijn hulppersonen en uitvoeringsagenten zoals de advocaten en de bedrijfsrevisoren daarentegen kan wel een aansprakelijkheid ontstaan op basis van het gemeenrechtelijke achterliggende principe van economische vertegenwoordiging⁵⁶.

Volgens Jong (2010) kan het uitgeven van een misleidend prospectus eveneens worden opgevat als een misleidende handelspraktijk. Deze mening staat echter haaks op de bespreking van de prospectusaansprakelijkheid door De Boeck (2005). Zij stelt dat de **Wet op de Handelspraktijken** geen toepassing vindt tijdens de duur van de looptijd van de openbare tekoopaanbieding, met andere woorden tijdens de precontractuele fase, precies om overlapping met de regels van de Prospectuswet te vermijden. Voor foutieve informatieverstrekking naar aanleiding van het openbaar bod dat onderworpen is aan de Prospectuswet, kan de consument-belegger derhalve alleen een beroep doen op de daarin geformuleerde prospectusaansprakelijkheid, en niet op de Wet op de Handelspraktijken⁵⁷.

6.8.2. Rechtspraak: World Online. De bedrijfsrevisoren bleven buiten schot.

In de Belgische jurisdictie is er zeer weinig te vinden over aansprakelijkstellingen van bedrijfsrevisoren. Eén van de redenen hiervoor is de wettelijke beperking van de aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren. Daarom kan het eens nuttig zijn om te kijken naar ons buurland, Nederland, waar deze wettelijke beperking van de aansprakelijkheid niet geldt. World Online, één van de grootste internet providers in Nederland, ging naar de beurs in maart 2000, maar de verwachte stijging van het aandeel bleef uit. World Online klapte als een zeepbel uit elkaar. Dit was het begin van het ineenzakken van de internethype in het algemeen (webwereld.nl)

Volgens het Gerechtshof heeft World Online een te optimistisch beeld gegeven. haar waarde en toekomstverwachtingen. De toenmalige bestuursvoorzitter heeft volgens het Hof onduidelijkheid over haar aandelenbezit ten tijde van de beursgang in het leven geroepen. Bovendien bevat het prospectus onvolledige informatie over haar loopbaan en is in het prospectus het Zweedse bedrijf Telitel AB ten onrechte in het World Online-concern opgenomen. Tot slot heeft World Online

⁵⁶ Milants, G. (2004) Een beursintrodactie praktisch bekeken, Bank- en Financiewezen, 2004-369

⁵⁷ De wet van 6 april 2010 betreffende de marktpraktijken en consumentenbescherming (BS 12/04/2010) vervangt sinds 12 mei 2010 de wet van 14 juli 1991 betreffende de handelspraktijken en de voorlichting en bescherming van de consument.

volgens het hof in enkele persberichten bericht over allianties met belangrijke bedrijven, terwijl, zoals de Wall Street Journal het indertijd uitdrukte, 'there isn't much to them'. Het Gerechtshof heeft het anders of meer gevorderde afgewezen. VEB⁵⁸ was niet tevreden met dit arrest en heeft tegen het arrest cassatie ingesteld. World Online, ABN AMRO en Goldman Sachs hebben ook ieder cassatieberoep aangetekend⁵⁹.

Eind januari 2010 heeft de Hoge Raad de aanklagers (de vereniging van beleggers) gelijk gegeven. Doordat in het prospectus ten onrechte niet was vermeld dat de verkoop (bijna drie maanden voor de beursgang) door de bestuursvoorzitter van de aandelen in World Online die zij bezat via haar onderneming Kalexer, had plaatsgevonden voor een koopprijs van \$6,04 per aandeel, die prijs was aanzienlijk lager dan de emissiekoers;

De misleiding van het beleggende publiek is tweeledig. Enerzijds stond er misleidende informatie in het prospectus en was er ten onrechte informatie uit het prospectus weggelaten. Anderzijds zijn er rond de beursgang van World Online buiten het prospectus om onrechtmatige uitlatingen gedaan door de bestuursvoorzitter en World Online. De Lead Managers hebben nagelaten deze uitlatingen te corrigeren en zijn tekortgeschoten in hun verplichtingen als Lead Manager.

⁵⁸ Vereniging van Effectenbezitters

⁵⁹ Hoge Raad der Nederlanden, LJ Nummer, BH2162, 6 februari 2009

7. Empirisch onderzoek

Het empirisch onderzoek bestaat uit drie delen:

- Een analyse van 127 prospectussen, uitgegeven door 53 ondernemingen, tussen juli 2005 en april 2011. De resultaten van deze beschrijvende statistieke ondersteunen bepaalde stellingen in de gehele thesis met cijfermateriaal;
- Een enquête met gesloten vragen over specifieke topics, voortkomende uit de interviews met bevoorrechte getuigen. Zes bedrijfsrevisoren hebben deze enquête beantwoord. De resultaten hiervan dragen bij aan het oplossen van deelvragen 3 en 6 en sluiten rechtstreeks aan bij het doel van deze thesis, namelijk een bijdrage leveren aan de praktijk in twee opzichten: ten eerste het beschrijven van de driedelige rol van de bedrijfsrevisor bij de controle van prospectusinformatie en het voorbereiden van kapitaalmarkttransacties en ten tweede het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, advocaten en CFO's en het suggereren van aanvullingen voor 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'.
- Een elektronische enquête met open en gesloten vragen voor het management van de emittents van de prospectussen, opgenomen in de analyse. In paragraaf 7.3.2. Resultaten van de elektronische enquête aan emittenten over het prospectus en de dienstverlening door de bedrijfsrevisor.

7.1. Analyse van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011. Een beschrijvende statistiek.

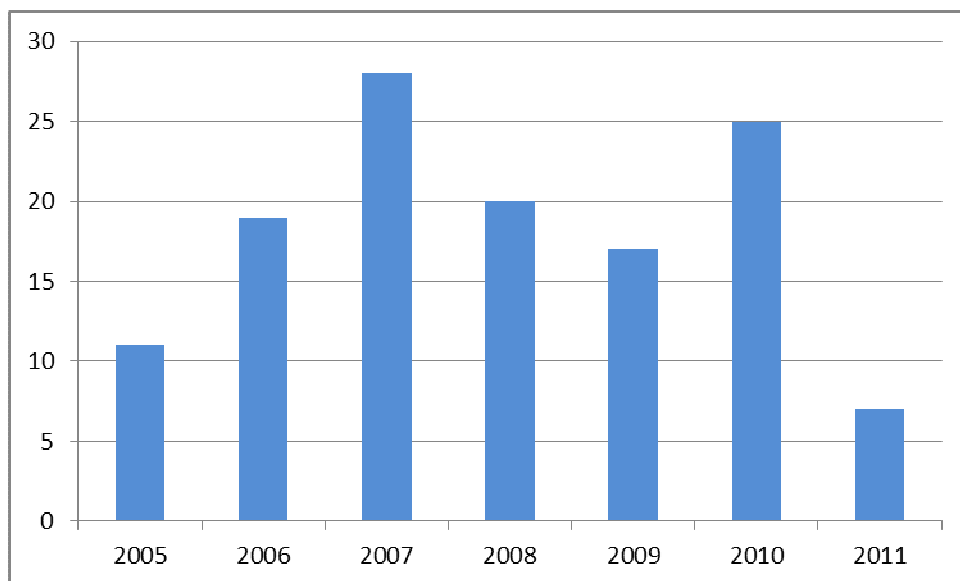
De selectie van prospectussen beperkt zich tot de openbare aanbidding van aandelen en obligaties; de openbare aanbidding en toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt; toelating tot verhandeling op de gereguleerde markt en de openbare overnameaanbidding op de gereguleerde markt in België. Deze prospectussen kunnen worden terug gevonden op de website van de FSMA en op de websites van de betrokken emittenten en Underwriters. In totaal werden 127 prospectussen, uitgegeven door 53 verschillende ondernemingen, in de analyse betrokken.

7.1.1. Aantal gepubliceerde prospectussen per jaar

Uit analyse van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011, blijkt dat er sinds 2007 een **neerwaartse trend** waarneembaar is van het aantal gepubliceerde prospectussen. In 2010 stopte de daling en was het aantal uitgegeven prospectussen nagenoeg hetzelfde als in 2009. Een voor de hand liggende reden hiervoor is de financiële crisis van 2008/2009 waarbij het vertrouwen op de openbare kapitaalmarkten sterk geschaad was waardoor de ondernemingen niet meer trachtten kapitaal op te halen bij het brede publiek. Het aantal prospectussen, opgenomen in de analyse, in 2006 is tevens dubbel zo hoog als in 2005. Dit komt doordat de FSMA pas in juli 2005 gestart is met de publicatie van prospectussen op haar website. Er is dus pas vergelijking mogelijk vanaf 2006.

Tabel 2 Aantal prospectussen per jaar

Totaal aantal prospectussen	127
in 2005	11
in 2006	19
in 2007	28
in 2008	20
in 2009	17
in 2010	25
in 2011	7



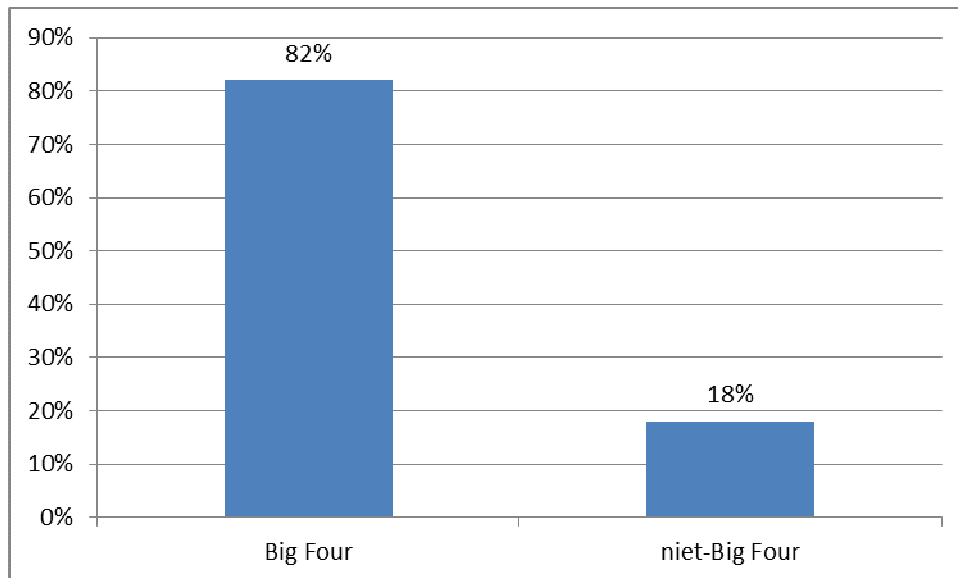
Figuur 9 Totaal aantal prospectussen per jaar

7.1.2. Marktaandelen van auditkantoren

De BIG Four maakt meer dan 80% uit van de markt voor de controle van prospectusinformatie. Dit komt mede door de frequente obligatie-uitgifte van enkele financiële instellingen, zoals Record Bank en OBK bank, die pertinent een beroep doen op de BIG Four. Deloitte heeft dan weer het grootste marktaandeel onder de BIG Four. We zien dat Deloitte ook een heel aantal minder bekende, kleine ondernemingen tot zijn cliënten kan rekenen. BDO Atrio is onder de kleinere auditkantoren de meest voorkomende.

Tabel 3 Marktaandelen BIG Four en niet- BIG Four

# keer PWC	19
# keer E&Y	30
# keer KPMG	15
# keer Deloitte	40
# keer BIG 4	104
# keer niet BIG 4	23
marktaandeel BIG 4	81,89%
marktaandeel niet-BIG 4	18,11%



Figuur 10 Marktaandeelen BIG Four en niet- BIG Four

7.1.3. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen van aandelen

Tabel 4 Prospectussen voor openbare aanbiedingen, noteringen en openbare overnameaanbiedingen: aandelen

Jaar	Emittent	Audit-kantoor	Verklaring inzake werkkapitaal	Pro het financiële informatie	FormaTussentijdse financiële informatie	Toekomstgerichte verklaringen
2005	Propharex	VAN CAUTER – SAEYS & C°				x
2005	ARKimedes Fonds	Deloitte	x			x
2005	Galapagos N.V.	Deloitte	x	x	x	x

2005	Telenet Group Holding NV	PWC	x	x	x	x
2005	Zetes Industries	Dupont, Ghyoot, Koevoets, Peeters, Rosier & Co			x	x
2005	Reibel	Bruno Vandenberg & Cie				x
2005	NewTree	Deloitte				x
2005	Sodiplan	VAN CAUTER – SAEYS & Cie				x
2005	Spector Photo Group	Grant Thornton			x	
2005	Val Saint Lambert International	Hermant Dodemont & Co		x		x
2006	Innogenetics	Grant Thornton, Rabaey & Lippens	x		x	x
2006	Groupe Bruxelles Lambert	Deloitte				
2006	OncoMethylome Sciences SA	BDO	x			x
2006	CPP-Incofin	Deloitte				
2006	Immosports NV	Van Caillie				

2006	CFE	Deloitte		x		
2006	Pinguin	Deloitte			x	x
2006	Solvac SA	Deloitte	x	x	x	x
2006	Punch Telematix NV	BDO	x	x		x
2006	Hamon & Cie (International)	Deloitte	x	x		x
2006	Metris NV	Ernst & Young	x	x	x	x
2007	TiGenix NV	BDO	x	x		x
2007	Vemedia Pharma nv	BDO		x	x	x
2007	Alfacam Group NV	Deloitte	x	x	x	x
2007	Transics International NV	BDO	x	x		x
2007	Banimmo	PWC	x			x
2007	IRIS Group	Ernst & Young	x			x
2007	Banque Degroof	KPMG	x	x	x	x
2007	Arseus NV	PWC	x	x	x	x
2007	Fortis SA / NV	PWC	x	x	x	x
2007	Ablynx nv	PWC		x	x	x
2007	Nyrstar SA	PWC		x	x	x
2007	Pinguin	Deloitte	x	x		x
2007	OBK Bank	Deloitte			x	x
2007	VGP nv	Deloitte	x	x	x	x
2007	Hansen Transmissions International NV	Ernst & Young	x		x	x

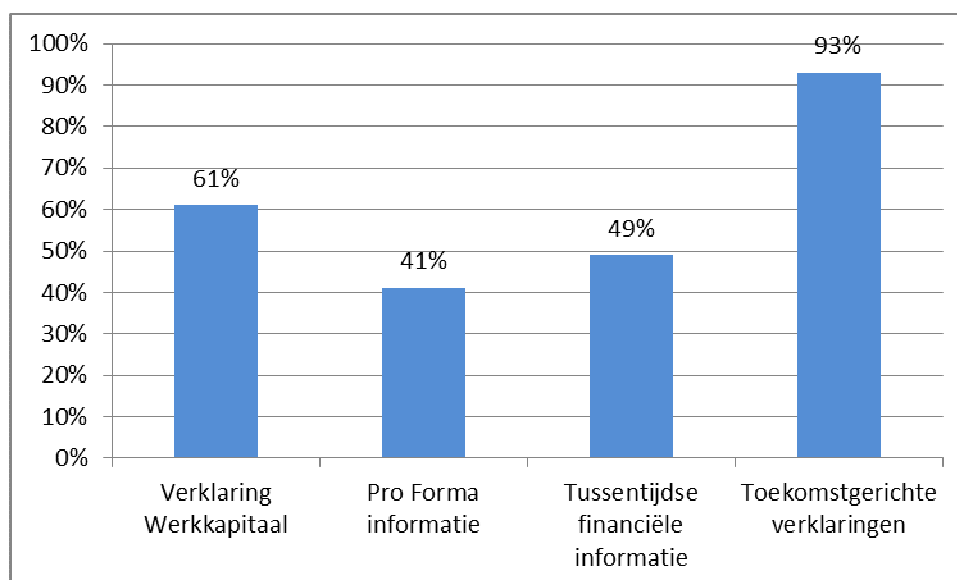
2008	4Energyinvest	VGDBedr ijfsreviso ren	x		x	x
2008	5ème Saison SA	Van Cauter - Saeys & Co				x
2008	Thenergo	Deloitte	x	x		x
2008	Arcopar CVBA	Deloitte	x			x
2008	Thenergo	Deloitte	x	x		x
2008	Anheuser-Bush Inbev SA/NV	KPMG	x		x	x
2009	Loan Invest NV/SA	Ernst & Young				x
2009	Lanbokas C.V.B.A.	KPMG				x
2009	Picanol	PWC				x
2009	Deceuninck NV	Ernst & Young	x	x	x	x
2009	Kimberly-Clark Corporation	Deloitte	x	x	x	x
2009	Exmar	KPMG	x	x	x	x
2009	Johnson & Johnson	PWC	x	x	x	x
2009	Movetis NV	PWC	x		x	x
2009	Life Technologies Corporation	Ernst & Young				x
2009	Punch International	BDO	x	x	x	x
2009	Option NV	Deloitte	x		x	x
2009	CPP-Incofin	Deloitte				x
2010	Taminco Group NV	Ernst & Young	x	x	x	x

2010	Roularta Media Group NV	Deloitte	x	x	x	x
2010	Ablynx nv	PWC	x			x
2010	The Bank of New York Mellon Corporation	KPMG				x
2010	Coca-Cola Enterprises Inc	Ernst & Young				x
2010	Elia System Operator	Ernst & Young	x	x	x	x
2010	Agricaisse s.c.r.l.	KPMG				x
2010	Banque Degroof	KPMG	x	x	x	x
2010	Staples, Inc.	Ernst & Young				x
2010	Genzyme Corporation	PWC	x			x
2010	Kimberly-Clark Corporation	Deloitte	x		x	x
2010	CPP-Incofin	Deloitte				x
2010	Argenta Coöperatieve	Deloitte	x			x
2010	Agfa-Gevaert NV	KPMG	x		x	x
2010	Johnson & Johnson	PWC	x	x	x	x
2010	Life Technologies Corporation	Ernst & Young				x
2010	Accentis NV	Deloitte	x		x	x
2010	Alterfin	KPMG	x		x	x
2011	Graco Inc	Deloitte				x

2011	Nyrstar SA	PWC	x			x
2011	The Bank of New York Mellon Corporation	KPMG				x
2011	Energie voor meer natuur CVBA	VMB Bedrijfsrevisoren CVBA	x		x	x
			60,53%	40,79%	48,68%	93,42%

Risicofactoren en historisch financiële informatie zijn in alle gevallen verplicht en worden daarom niet in de grafiek opgenomen. Toekomstgerichte verklaringen worden in bijna 100% van de gevallen opgenomen. Beleggers zijn dan ook meer geïnteresseerd in de toekomstige bedrijfsresultaten en ontwikkelingen van de aandelenwaarde. Niet voor niets heet het informatiedocument ook 'Prospectus'. Managementverklaringen inzake het werkkapitaal worden in meer dan de helft van de gevallen (60.53%) opgenomen. Onder de Belgische wetgeving is dit verplicht, onder de Europese wetgeving is dit verplicht onder voorwaarden.

Tussentijdse financiële informatie wordt opgenomen in bijna de helft van de gevallen (48,68%) en pro forma financiële informatie is in het kleinste aantal gevallen van toepassing volgens de Prospectusrichtlijn en wordt dus ook maar in 40,79% van de gevallen opgenomen.



Figuur 11 Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen van aandelen

7.1.4. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare aanbiedingen en noteringen: obligaties

Tabel 5 Prospectussen van openbare aanbiedingen en noteringen: obligaties

Jaar	Emittent	Audit-kantoor	Verklaring inzake het werkkapitaal	Pro Forma financiële informatie	Tussentijdse financiële informatie	Toekomstgerichte verklaringen
2005	OBK Bank	Deloitte			x	x
2006	Diamond Mortgage Finance	Ernst & Young				x
2006	Sopabe-T	Sohet				x
2006	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2006	OBK Bank	Deloitte			x	x
2006	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2006	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2007	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2007	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2007	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2007	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2007	Compagnie du Bois Sauvage SA	Deloitte				x
2008	Royal Street N.V.	PWC				x

2008	Patronale Hypotheek Maatschappij	Callens, Pirenne en Co			x	x
2008	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2008	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2008	Record Bank NV	Ernst & Young				x
2008	Bekaert NV-SA	Deloitte				x
2009	Hypolan NV/SA	Deloitte				x
2009	Caisse d'Investissement de Wallonie - C.I.W.	Deloitte				x
2009	FLUXYS SA	Deloitte				x
2009	Aquafin NV	Ernst & Young				x
2010	Royal Street N.V.	PWC				x
2010	Belgian Lion SA	Ernst & Young				x
2010	Intervest Offices	Deloitte			x	x
2011	Befimmo	Befimmo				x
			0	0	15,38%	100%

Het is duidelijk dat, wanneer de onderneming kapitaal ophaalt door obligatie-uitgifte, er heel wat minder inhoudelijke prospectusvereisten zijn. Zo werd in geen enkel van de gevallen een verklaring inzake het werkkapitaal, noch pro forma financiële informatie opgenomen. Tussentijdse financiële informatie werd sporadisch opgenomen (in 15% van de gevallen), terwijl toekomstgerichte informatie altijd werd opgenomen.

7.1.5. Opname van financiële prospectusinformatie bij openbare overnameaanbiedingen met aandelen

Tabel 6 Prospectussen van openbare overnameaanbiedingen met aandelen

Jaar	Emittent	Audit-kantoor	Verklaring inzake het werkkapitaal	Pro Forma financiële informatie	Tussentijdse financiële informatie	Toekomstgerichte verklaring-en
2008	Accentis NV	BDO		x	x	x
2007	Agridec	PWC			x	
2007	Arinso	KPMG				x
2006	CAPCO	Ernst & Young			x	
2007	C.F. De Wérister	Saintenoy, Comhaire et Co				
2010	Deficom Group SA	DESCHAMPS , GODEFROID , VERSET &Co SCPRL				
2007	Indaver	Deloitte				
2008	Keytrade Bank	KPMG				
2008	SCF	Ernst & Young				
2011	ABK	KPMG				x
2007	CP Banque	Deloitte				
2007	Brantano	Ernst & Young		x	x	x

2008	Carrières Unies de Porphyre	Deloitte				
2011	C.N.P.	Deloitte				
2008	Cumerio	PWC				x
2007	Electrabel	Ernst & Young				
2010	EPIQ	BDO				x
2008	Icos	Ernst & Young			x	
2008	Innogenetics	Deloitte				
2009	Mitiska	Grant Thornton, Lippens & Rabaey BVCV		x		x
2006	Neuhaus	PWC				
2007	N.S.Invest	Ernst & Young				
2010	Punch Telematix NV	BDO				
2008	West-Vlaamse Bank	Deloitte				
2010	Zemblaz	BDO				
				12%	20%	28%
	25					

Een verklaring inzake het werkkapitaal werd in 12% van de gevallen opgenomen en pro forma informatie in één op vijf van de prospectussen in de analyse. Net zoals bij de openbare aandelaanbiedingen zien we weer dat tussentijdse financiële informatie (28%) en toekomstgerichte informatie (64%) frequenter voorkomen.

7.2. Samenvatting van de interviews met bevoorrechte getuigen over de rol van de bedrijfsrevisor.

Om meer te weten te komen over de werkzaamheden van de bedrijfsrevisor bij de begeleiding van een IPO of openbare kapitaalverhoging, werden interviews afgenomen bij acht bevoorrechte getuigen: vier bedrijfsrevisoren (van de Big Four) van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, twee advocaten die ervaring hebben als juridisch adviseur van een Belgische beursgenoteerde onderneming en 1 juridisch adviseur van KBC Securities die deel uitmaakt van het team dat de Corporate Financing Operations doet. Uit de interviews met de bevoorrechte getuigen blijkt dat de gebruikte praktijken door de bedrijfsrevisor in grote mate overeen komen met de richtlijnen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'.

Het voorbereiden van een prospectus vereist van de bedrijfsrevisoren heel wat **kennis van de relevante wetgevingen en deelname aan overleg en seminars**. Twee van de vier ondervraagde bedrijfsrevisoren hebben bijgedragen tot het tot stand komen van de leidraad voor bedrijfsrevisoren en het 'Prospectusboek', een praktisch naslagdocument over de prospectusplicht, het verloop van een IPO en het prospectus en de financiële rapporteringvereisten conform de Prospectuswet. Alle vier ondervraagde bedrijfsrevisoren hebben reeds meerdere beursgangen van Belgische ondernemingen begeleid en hebben een uitgesproken kennis van de Prospectuswetgevingen op nationaal en Europees niveau.

Wegens de nood aan ervaring en specialisatie in kapitaalmarkttransacties, is er maar een beperkt aantal bedrijfsrevisoren in België die aan de voorwaarden voldoen om prospectusinformatie te auditen. De grote auditkantoren zoals de Big Four hebben eerder de juiste competenties in huis, al is ook hier deze pool vrijwel beperkt. Uit analyse van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011 blijkt ook dat ongeveer 80% van de ondernemingen een vaste commissaris hadden uit de Big Four (zie figuur...). Drie van de vier ondervraagde bedrijfsrevisoren waren echter niet zelf de vaste commissaris van de emittent, dit wil zeggen dat ze niet zelf hun handtekening

plaatsten onder de auditrapporten. Hieruit volgt dat de vaste commissaris zich door specialisten laat bijstaan in het kader van prospectusrapportering. De Angelsaksische landen zijn de initiatoren van de Europees Prospectusrichtlijn. De ondervraagde bedrijfsrevisoren bevestigen dan ook regelmatig de bedrijfsrevisoren van de Londense afdeling van hun kantoor te consulteren.

Bij een openbare aanbieding werkt de bedrijfsrevisor nauw samen met het management en het auditcomité van de emittent. Alle ondervraagde personen beaamden dat er gedurende de pre-IPO periode (dit is drie tot vier maanden voor de IPO plaats vindt) **intensief overleg** op dagelijkse basis is tussen bedrijfsrevisor en emittent. Ook is er nauw contact met de Underwriter, voor het bespreken van de mogelijke risico's en het leveren van due diligence over de financiële informatie in een private Comfort Letter. Bij een IPO is deze periode zo mogelijk nog intensiever daar de gehele procedure voor de eerste keer wordt uitgevoerd. Afhankelijk van de grootte van de transactie is er meer of minder overleg nodig. Voor grote transacties verloopt de communicatie ook meer formeel, onder andere met de CEO en de Underwriter. Het management van de onderneming moet nog veel voorbereidingen doen, zoals het inplannen van de gehele tijdslijn, op regelmatige basis vergaderen met de bedrijfsrevisoren, advocaten en Underwriter(s), het opstellen van het prospectus, enz. Verder moeten de betrokken specialisten de emittent ook vertrouwd maken met de verplichtingen van een beursgenoteerde onderneming.

We kunnen dus vaststellen dat bij het informeren van de onderneming over de wetgevingen en de verplichtingen van een beursgenoteerd bedrijf, de bedrijfsrevisor, de advocaten en de Underwriter een **overlappende rol** hebben. Naast het **adviseren** van ondernemingen dient de bedrijfsrevisor ook zijn **publieke en private rapporteringsopdrachten** uit te voeren. Uit de getuigenis van de CFO en de analyse van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011, blijkt dat er vaak meerdere bedrijfsrevisorenkantoren worden aangetrokken, dit om de onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor te bewaren. Zo werd bij de kapitaalverhoging van Befimmo de audit van de historisch financiële informatie door Deloitte gedaan, terwijl de toekomstvoorspellingen door Ernst & Young gedaan worden.

Een brandend actuele materie is de discussie over de '**Working Capital Statement**' Comfort Letter aan de Underwriter. De emittenten zijn volgens de Belgische Prospectuswet verplicht een Working Capital Statement op te nemen in het prospectus. De ESMA heeft hierover ook aanbevelingen opgesteld, met betrekking de vorm van het Working Capital Statement. De leidraad voor bedrijfsrevisoren 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' geeft echter **geen richtlijnen** voor de bedrijfsrevisor met betrekking tot het leveren van een opinie over de Working Capital Statement. De Underwriters eisen in de praktijk echter stevast een verslag van de bedrijfsrevisor over de Working Capital Statement als onderdeel van de due diligence. De bedrijfsrevisor gaat dan na of de Working Capital Statement op redelijke wijze is opgesteld en op basis van de juiste informatie, zonder een opinie te geven over de eventuele

grootte van het tekort aan werkkapitaal. Indien een onderneming echter geen clean Working Capital Statement kan afleveren, dient de bedrijfsrevisor de onderneming erop te wijzen voorzorgsmaatregelen te nemen om aan voldoende werkkapitaal te geraken. De ondervraagde bedrijfsrevisoren lieten weten dat er momenteel aan een richtlijn voor een Working Capital Statement Comfort Letter wordt gewerkt.

Tenslotte werd ook naar de mening van de experts over de **wettelijk beperkte aansprakelijkheid** van de bedrijfsrevisor gepeild. Elke geïnterviewde haalt aan dat in de eerste plaats het prospectus dient als informatie-instrument voor de belegger. Daar deze informatie correct moet zijn, is het ook noodzakelijk dat de emittent verantwoordelijk is voor de opgenomen informatie. Doordat de emittent de bedrijfsrevisor betaalt voor zijn opdracht, wil deze dat de bedrijfsrevisor ook meer aansprakelijkheid op zich neemt. Voor de instandhouding van het beroep van bedrijfsrevisor, is de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking ingeroepen. Deze geldt alleen in België. Dit geeft altijd problemen, daar de bedrijven en hun begeleidende banken verkiezen dat er onbeperkte aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor is en ze spelen met het idee om in de toekomst te gaan werken met bedrijven in het Verenigd Koninkrijk, omdat daar deze aansprakelijkheidsbeperking niet geldt. Bedrijven zouden bovendien bereid zijn om een hogere fee aan de bedrijfsrevisor te betalen indien deze daardoor meer aansprakelijkheid zou opnemen. Ook hierover is er momenteel nog discussies tussen Underwriters en bedrijfsrevisoren over de aansprakelijkheid.

7.3. Enquêtes

7.3.1. Resultaten van de enquête voor bedrijfsrevisoren

De vragen voor deze enquête zijn gebaseerd op de actuele topics, voortgekomen uit de interviews met de bevoorrechte getuigen en de literatuurstudie. Verder sluiten de vragen rechtstreeks aan bij deelvragen 3 en 6, namelijk 'Wat zijn de verantwoordelijkheden en taken van de bedrijfsrevisor wat betreft de controle van prospectusinformatie?' en 'Wat zijn de opvattingen die de bedrijfsrevisor heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de bedrijfsrevisor knelpunten'? Deze vragen zullen in grote mate overeenkomen met de vragen die gesteld worden in de enquêtes voor het management van de emittents van de prospectussen, uitgegeven tussen juli 2005 en april 2011. Zes bedrijfsrevisoren van enkele van de grootste auditkantoren van België hebben de vragenlijst beantwoord.

Vraag 1: Zijn er volgens u tekorten of zijn er aanpassingen nodig in de leidraad van het ICCI, 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'? Indien wel, kan u ook verklaren welke?

Over het algemeen worden de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' geapprecieerd door de bedrijfsrevisoren. Wat betreft structuur en duidelijkheid valt er weinig op aan te merken. Ook vult deze leidraad de wet aan betreffende de voorwaarden van de toekomstgerichte verklaringen. Alle bedrijfsrevisoren halen aan dat deze leidraad moet worden aangevuld met aanbevelingen omtrent de private rapportering over de '**working capital statement**'. ('Verklaring van het management inzake het werkkapitaal'). De bedrijfsrevisoren halen zelf aan dat hier bij elke contractuele controleopdracht zeer veel discussie bestaat tussen de betrokken actoren. De essentie ligt bij de aansprakelijkheid voor de 'toekomstgerichte informatie'. Deze is gevoeliger en risicovoller dan historisch financiële informatie en het blijft dus uiterst moeilijk om hier een verklaring voor af te leggen. De Underwriters vragen een waterdichte assurance over het werkkapitaal. De bedrijfsrevisoren hanteren hiervoor dan de middenweg door een verklaring af te leggen omtrent de redelijkheid van de gebruikte methodes voor de berekening van de (nood aan) werkkapitaal. Deze rapporten zijn vaak erg gedetailleerd en een 'long form report' terwijl de Underwriters vragen naar een korte rapportering. Het zou voor alle partijen een gunstige uitkomst zijn mochten hiervoor normen opgelegd worden, om niet steeds bij elke opdracht opnieuw meer tijd te moeten besteden aan het bespreken van de aansprakelijkheden betreffende toekomstgerichte verklaringen, de omvang van de werkzaamheden van de commissaris hieromtrent, alsook over de vergoeding voor deze werkzaamheden. Een voorstel betreffende een deel van een dergelijke norm over zou kunnen zijn:

De bedrijfsrevisor heeft de verklaring van het management inzake het werkkapitaal gecontroleerd en komt tot de conclusie dat:

- 1) De klant een gestructureerd systeem om projecties te maken hanteert;
- 2) De hypothesen verifieerbaar zijn (bijvoorbeeld 'de cash flow en de groeivoeten zoals inflatie en de rente worden gebenchmarkt met externe bronnen')

Zoals reeds vermeld vragen de Underwriters naar een kort rapport en willen liefst een 'clean' working capital statement. Te veel regulering zonder toegevoegde waarde betreffende de controle van de werkkapitaalverklaring mag ook niet leiden tot een verhoging van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor, de werkkapitaalverklaring blijft onder de verantwoordelijkheid van de onderneming.

Daarnaast meldt de leidraad niets omtrent de **beperking van de aansprakelijkheid**. De controle van prospectieve informatie is geen wettelijke opdracht en wordt na een onderhandeling contractueel vastgelegd in een 'engagement letter'. Op die manier is iedere nieuwe opdracht steeds weer het begin van een uitgebreide en moeilijke discussie met onderneming en bankiers omtrent het beperken van de aansprakelijkheid van de commissaris. De bedrijfsrevisoren opperen dat het van groter maatschappelijk belang is dat er een controle geweest is. De particuliere beleggers weten uiteindelijk toch niet wat er in het prospectus staat en zolang alles zonder problemen verloopt, zal men de bedrijfsrevisor niet aanspreken over de controle van toekomstgerichte verklaringen. Hierover zou duidelijkheid moeten komen.

Tenslotte wordt door enkele bedrijfsrevisoren aangehaald dat het Verenigd Koninkrijk het goede voorbeeld geeft betreffende de **internationale controlenormen**.

Vraag 2: Zitten er volgens u gebreken of onvolledigheden in de Belgische Prospectuswet? Zijn er aanpassingen nodig?

De meeste bedrijfsrevisoren hebben niets of weinig aan te merken op de Belgische Prospectuswet.

Eén bedrijfsrevisor haalt aan dat zowel in de Europese als Belgische wetgeving de verplichting inzake **forecasts** (toekomstgerichte verklaringen inzake risico's, winstprognoses, pro forma informatie en werkkapitaal) te summier is. De kwalitatieve aspecten en de noodzakelijke toelichting die bij elke openbaar gemaakte forecast hoort, ontbreken.

Beperking van de aansprakelijkheid voor **niet-wettelijke opdrachten/controle van toekomstgerichte informatie/contractuele opdrachten**: wat zijn de limieten? Is de beperking van de aansprakelijkheid voor wettelijke opdrachten ook toepasbaar op de controle van toekomstgerichte verklaringen?

Vraag 3: Is de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking⁶⁰ van de bedrijfsrevisoren bij de audit van prospectusinformatie te groot of te klein? Waarom dienen de bedrijfsrevisoren meer of minder bescherming te krijgen?

Alle bedrijfsrevisoren verklaren dat de huidige beperking van de aansprakelijkheid voor wettelijke opdrachten voldoet. Voor de controle van prospectieve informatie is de 'liability cap' echter het

⁶⁰ De aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren werd wettelijk beperkt door artikel 62 van de Wet houdende diverse bepalingen van 23 december 2005 tot wijziging van artikel 17 van de Wet van 22 juli 1953 houdende de oprichting van een IBR.

'eindproduct' van een reeks onderhandelingen tussen de betrokken actoren. Deze eventuele '**liability cap**' wordt opgenomen in de Engagement Letter. Voor de bedrijfsrevisoren is het belangrijk dat deze beperking er is, dit is immers ook de manier waarop de bedrijfsrevisor zich laat verzekeren. Een groter auditkantoor zal ook meer verantwoordelijkheid kunnen dragen dan een kleiner auditkantoor.

Enkele bedrijfsrevisoren geven een meer genuanceerd beeld over de **gevolgen** van een verhoging van de aansprakelijkheidsbeperking: Indien de liability cap wordt losgelaten of verhoogd, dan neemt de bedrijfsrevisor een veel groter risico waartegen hij zich zal dienen te verzekeren. De kostprijs van deze extra verzekering zal dan verhaald moeten worden op de onderneming die een transactie overweegt. Vraag is of er in de markt bereidheid is om hiervoor extra te betalen. Met betrekking tot de grootte van de liability cap, hangt het ervan af wat de transactie is en welke onderneming de transactie onderneemt. Bij ondernemingen met een kleine marktwaarde op de beurs zou je kunnen zeggen dat de liability cap in verhouding is. Maar bij ondernemingen met een grote marktwaarde (bijvoorbeeld enkele miljarden) is deze waarschijnlijk bijzonder laag.

Vraag 4: Bestaat er volgens u een reëel gevaar dat de ondernemingen die een IPO of kapitaalverhoging willen doen naar het buitenland trekken, waar er geen wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor bestaat, zoals bijvoorbeeld in de UK?

Hierover bestaat grote verdeeldheid onder de bedrijfsrevisoren. Diverse redenen worden aangehaald om te beargumenteren dat er géén gevaar bestaat. In het beslissen waar men een transactie laat doorgaan, is dit een element van ondergeschikt belang. Deze beslissing wordt voornamelijk gedreven door de aanwezigheid van kapitaal. Ondernemingen gaan niet naar het **buitenland** trekken indien ze hun investeerders in België (willen) vinden, wat ook afhankelijk is van de sector waarin men zich bevindt. Dat is de voornaamste drijfveer voor een raad van bestuur. Al de rest wordt beschouwd als praktische beslommeringen waar de externe adviseurs en het interne management (meestal de Legal Counsel en de CFO) zich dienen mee bezig te houden.

Aan de andere kant wordt er aangehaald dat de kans bestaat. Maar omdat de transactie plaatsvindt onder het Belgische rechtssysteem is het vanzelfsprekend om hiervoor ook een Belgische bedrijfsrevisor voor aan te stellen, onder de voorwaarden van de Belgische wettelijke aansprakelijkheidsbeperking. Dit is al zo het geval voor ondernemingen die in België op de beurs noteren maar ook beroep doen op institutionele beleggers in de Verenigde Staten. Ook wordt aangehaald dat het risico eerder klein is doordat ondernemingen het enkel zouden overwegen om hun verklaring inzake het werkkapitaal door een controleverslag te laten dekken waarbij de bedrijfsrevisor onbeperkte aansprakelijkheid heeft.

Vraag 5: Zou een verhoging van de fee tot een toename van te nemen aansprakelijkheid door de bedrijfsrevisor kunnen leiden? Zo ja, waarom wel? Zo nee, waarom niet?

De bedrijfsrevisoren antwoorden hierop dat de fee (of audithonorarium) **niet** rechtstreeks leidt tot een verhoging van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor. De fee is eerder gerelateerd aan de complexiteit van de transactie en de te presteren tijd en de onkosten. De fee wordt bij de controle van prospectieve informatie onderhandeld en vastgelegd in het contract. De kwaliteit, diepgang en volledigheid van de uitgevoerde auditprocedures en de nauwkeurige bewoording in de rapportering moeten in eerste instantie vergoed worden. Voor iedere genomen verantwoordelijkheid moet tevens een correcte vergoeding worden toegekend die ook een risicopremie dient te omvatten. In die zin is er inderdaad een correlatie tussen de (verhoging van) aansprakelijkheidsbeperking en het niveau van de erelonen. De bedrijfsrevisoren **betwijfelen** echter of de **markt bereid** is mee te stappen in een verhoging van de erelonen als gevolg van het verhogen van de aansprakelijkheid. Men aanvaardt bij dit soort transacties grote en hoge fees van bankiers en advocaten, maar niet zozeer van de auditor.

Vraag 6: Geeft u, naast de publieke en private rapporteringsopdracht, tevens advies aan de uitgevende onderneming (ongeacht of het management hier zelf naar vraagt of niet) betreffende:

- Risicorapportering
- IFRS
- De verplichtingen van een beursgenoteerde onderneming?
- Andere advies? Zo ja, welk?

Antwoord:

Alle bedrijfsrevisoren bevestigen dat zij ook **advies** verlenen betreffende de beustransactie. Bij zulke opdrachten hoort vooroverleg met alle betrokken actoren en daarin zal vanzelfsprekend iedere partij zijn inbreng doen ter verbetering van de kwaliteit en beheersing van de risico's. Ook hoort bij de audit steeds een proactieve houding en reactiviteit waarbij adviesverlening een rol speelt. Ook kan de bedrijfsrevisor door goed advies te verlenen zich distantiëren van de andere betrokken actoren en andere bedrijfsrevisoren. Veel hangt af van hoe goed de klant geïnformeerd

is. De bedrijfsrevisoren wijzen bestuurders op de risico's van het achterhouden of verkeerd vermelden van informatie en geven tips over hoe iets in het prospectus moet genoteerd worden. De bedrijfsrevisor suggereert aanvullingen en geeft commentaar. Dit wordt doorgaans geapprecieerd, te meer omdat men vaststelt dat ook de **FSMA** hetzelfde type opmerkingen maakt (en deze zijn minder vrijblijvend).

Verder zijn vaak voorkomende domeinen waarover de bedrijfsrevisor advies verleent de financiële rapportering zoals IFRS, US GAAP, fiscaal advies, juridisch advies en advies omtrent corporate governance.

7.3.2. Resultaten van de elektronische enquête aan emittenten over het prospectus en de dienstverlening door de bedrijfsrevisor.

De vragen, opgenomen in de enquête, vloeiden voort uit conclusies van de gesprekken met de bedrijfsrevisoren. Er werd bewust voor gekozen om grotendeels dezelfde vragen te stellen aan zowel bedrijfsrevisoren als emittenten om zo de verschillende meningen over dezelfde topics weer te geven. De thema's, die hier ook naar voor komen, zijn:

- Wetten en normen betreffende het prospectus en de prospectuscontrole;
- Gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid;
- De private rapporteringsopdracht van de bedrijfsrevisor;
- De adviesfunctie van de bedrijfsrevisor bij een IPO/

De conclusies uit de antwoorden op deze enquêtes worden tevens verwerkt in het standpunt van de bedrijfsrevisor. De enquête werd per email verstuurd naar 53 ondernemingen die tussen augustus 2005 en april 2011 één of meerdere prospectussen hebben gepubliceerd. 17 anonieme respondenten hebben de enquête ingevuld. Zoals reeds vermeld in het onderzoeksopzet, werd gebruikt gemaakt van het online enquêteringsprogramma 'Thesistools', dat zelf de resultaten genereerde in een Word, Excel en PDF document. Het gebruiksgemak voor zowel mezelf als de respondenten waren bepalend in de keuze voor dit programma. Om de respons te verhogen, werden de emittenten vooraf telefonisch gecontacteerd en werd naast een nederlandse enquête tevens een franstalige enquête opgesteld.

7.3.2.1. Resultaten enquête voor het management: open vragen

WETTEN EN NORMEN BETREFFENDE HET PROSPECTUS EN DE PROSPECTUSCONTROLE

1) Zijn er volgens u tekorten of zijn er aanpassingen nodig in de leidraad van het ICCI 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'?

Antwoord	Aantal	percentage
Neen	6	35%
Geen mening	11	65%

Niemand vraagt om aanpassingen, en uit het feit dat de meerderheid geen mening heeft kan vooral afgeleid worden dat de Guidelines veelal onbekend zijn on niet voor de emittent bestemd zijn.

2) Zitten er volgens u gebreken of onvolledigheden in de Belgische Prospectuswet? Zijn er aanpassingen nodig?

Antwoord	Aantal	percentage
Neen	5	29%
Geen mening	7	42%
Ja	5	29%

Commentaren van de respondenten:

De FSMA legt **te strenge** eisen op voor de goedkeuring van het prospectus. Zeker ten opzichte van kleine ondernemingen zou de FSMA zich soepeler moeten opstellen. Enkele voorbeelden: Het is voor een KMO irrelevant en niet nuttig om een dikke prospectus te moeten opstellen, terwijl ze maar een zeer kleine kapitaalverhoging doorvoeren (bijvoorbeeld €2 miljoen euro). Te veel informatie in het prospectus is niet goed. De vereiste informatie zou beperkt moeten blijven tot de belangrijkste informatie opdat de lezer zich niet zou verliezen in nodeloze details. Zo werd van een onderneming geëist om geconsolideerde cijfers te publiceren zonder dat zij consolidatieplichtig zijn.

Verder werd ook aangehaald dat zowel de prospectuswetgeving als het prospectus zelf **te complex** zijn voor de particuliere investeerder. Natuurlijk moeten we dit als vanzelfsprekend beschouwen daar deze bronnen enkel door de deskundigen ter zake gebruikt worden.

Eén respondent vond echter dat de Belgische Prospectuswet nog wat uitgebreid kon worden qua disclosure verplichtingen en in lijn liggen met Prospectuswetgeving in de Verenigde Staten. Vooral de aanwezigheid van MD&A⁶¹ secties en gevoeligheid van financiële resultaten voor marktevoluties zouden nuttige toevoegingen zijn.

3) Is de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisoren bij de audit van prospectusinformatie te groot of te klein? Waarom dienen de bedrijfsrevisoren meer of minder bescherming te krijgen?

Antwoord	Aantal	percentage
Voldoende	6	35%
Geen mening	8	47%
Te klein	3	18%

Commentaren van de respondenten:

Wat betreft de aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisoren, houdt het management van een uitgevende instelling zich eerder buiten het debat over een eventuele afschaffing hiervan naar analogie met de Angelsaksische landen. Ze vinden het redelijk dat de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking ook wordt toegepast voor de contractuele controle-opdrachten. Indien de transacties groter en complexer worden, zullen ze wel meer op hun hoede zijn en een hogere scope van de werkzaamheden van de bedrijfsrevisor **contractueel** vastleggen. De inspanningen van de bedrijfsrevisor zullen dan ook toenemen om zoveel mogelijk risico op fouten uit te sluiten en de onderneming vertrouwt hier dan ook op. Het is niet geweten welke bedragen er op de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor geplakt worden in contractuele opdrachten, maar wel dat deze steeds redelijk en in verhouding is met de uitgevoerde werkzaamheden. Hierover bestaan echter veel discussies met de betrokken zakenbanken. Drie respondenten vonden dat de beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor te klein is ten opzichte van de andere betrokken partijen. Een grotere aansprakelijkheid zou meer comfort geven aan de emittenten.

⁶¹ Management Discussion and Analysis

GEVOLGEN VAN DE BEPERKTE AANSPRAKELIJKHEID

1) Bestaat er volgens u een reëel gevaar dat de ondernemingen die een IPO of kapitaalverhoging willen doen naar het buitenland trekken, waar er geen wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor bestaat, zoals bijvoorbeeld in de UK?

Antwoord	Aantal	percentage
Neen	8	47%
Geen mening	7	41%
Ja	2	12%

Commentaren van de respondenten:

Enkel grote en internationale ondernemingen zouden naar het buitenland trekken in dit geval. Andere overwegingen zijn primair: Belgische ondernemingen (veelal grote KMO's) hebben weinig zicht over de internationale beursmarkten. Of men beroep doet op buitenlandse auditkantoren heeft eerder te maken met de omvang van de kapitaalmarkt waarop men een beroep doet.

2) Zou een verhoging van de fee tot een toename van te nemen aansprakelijkheid door de bedrijfsrevisor kunnen leiden? Zo ja, waarom wel? Zo neen, waarom niet?

Antwoord	Aantal	percentage
Neen	7	41%
Geen mening	8	47%
Ja	2	12%

Commentaren van de respondenten:

Managers denken niet dat bedrijfsrevisoren hiervoor open staan. De aansprakelijkheid zou dan ongelimiteerd kunnen worden en zou gedekt moeten worden door een erg hoge **verzekeringspremie**, die altijd fair moet zijn ten opzichte van de aansprakelijkheid. Het zijn

voornamelijk de werkzaamheden van de bedrijfsrevisor die de fee bepalen. De bedrijfsrevisor zal zich dus te allen tijde indekken tegen een verhoogde aansprakelijkheid.

7.3.2.2. Resultaten van de enquête voor het management: gesloten vragen

1) Werd voorafgaande aan de beursgang (IPO) of kapitaalverhoging (SPO) van uw bedrijf de opdracht gegeven aan...

De op dat moment huidige bedrijfsrevisor(en)	██████████	12 (70.59 %)
De op dat moment huidige bedrijfsrevisor(en) én de bedrijfsrevisor(en) van een ander auditkantoor	██████████	2 (11.76 %)
De bedrijfsrevisor(en) van een ander auditkantoor dan het huidige auditkantoor.	██████████	3 (17.65 %)

Uit de resultaten blijkt dat, ongeacht het feit of de onderneming cliënt is bij een groot of klein auditkantoor, voor deze niet-routineuze operaties in de meeste gevallen beroep wordt gedaan op de **huidige bedrijfsrevisor**. Dit heeft grotendeels ook te maken met de wettelijke termijn van 3 jaar waarvoor een bedrijfsrevisor door de Algemene Vergadering wordt benoemd als commissaris van de onderneming.

2) Welke determinanten bepaalden de keuze van de bedrijfsrevisor en/of auditkantoor voor de controle van prospectusinformatie?

Ervaring in kapitaalmarktoperaties	██████████	8 (53.33 %)
Aantal jaren ervaring als bedrijfsrevisor	██████████	3 (20 %)
Het audithonorarium	██████████	4 (26.67 %)
Persoonlijke contacten met de bedrijfsrevisor en/of auditkantoor	██████████	6 (40 %)
Referenties	██████████	7 (46.67 %)
Locatie van het auditkantoor		0 (0 %)

Ervaring in de kapitaalmarktoperaties is de belangrijkste determinant voor de keuze van de bedrijfsrevisor. Uit de analyse van de prospectussen blijkt tevens dat een beperkt aantal bedrijfsrevisoren het grootste deel van deze opdrachten uitvoert. Zoals in de literatuurstudie werd vermeld, vergt de controle van prospectusinformatie en de adviesverlening betreffende kapitaalmarktoperaties een uitgebreide kennis en ervaring van de bedrijfsrevisor.

PRIVATE RAPPORTERINGSOPDRACHT VAN DE BEDRIJFSREVISOR

1) Het Working Capital Statement (managementsverklaring betreffende het werkkapitaal)...

Opgenomen en geattesteerd door de ██████████ bedrijfsrevisor in een private Comfort Letter aan het bankensyndicaat	11 (64.71 %)
Niet opgenomen in het prospectus ██████████	6 (35.29 %)

De Prospectusrichtlijn 2003/71/EG schrijft voor dat in sommige gevallen in het prospectus een verklaring van de entiteit betreffende het werkkapitaal wordt opgenomen. In de praktijk blijkt dat ongeveer **twee derde** van de uitgevende stellingen deze verklaring in het prospectus opneemt en laat attesteren door de bedrijfsrevisor in een private Comfort Letter naar de Underwriter. Het is echter onduidelijk wanneer een onderneming verplicht is een verklaring betreffende het werkkapitaal op te nemen en wanneer niet. In hoofdzaak is dit gerelateerd aan de 'geldigheidstermijn' van het prospectus. Geldt het prospectus gedurende 12 maanden of meer, dan zal er een verklaring betreffende het werkkapitaal opgenomen moeten worden. De ondernemingen reageren op de publicatie van deze gevoelige informatie door compliance, met name het voldoen aan de verplichtingen, opgelegd door de wet.

2) De bedrijfsrevisor heeft een private Comfort Letter aan de Underwriter bevattende een verklaring dat er geen significante veranderingen, anders dan opgenomen in het prospectus, hebben plaatsgevonden..

Opgenomen en geattesteerd door de ██████████ bedrijfsrevisor in een private Comfort Letter aan het bankensyndicaat	13 (81.25 %)
--	--------------

Niet opgenomen in het prospectus



3 (18.75 %)

Hieruit blijkt dat de bedrijfsrevisor in meer dan 80% van de gevallen extra assurance geeft door een dergelijke verklaring af te leggen. Voor de Underwriters en de beleggers betekent dit dat zij zich voor de informatie, nodig om een beleggingsbeslissing te nemen, kunnen beperken tot het prospectus en haar bijlagen.

ADVIESFUNCTIE VAN DE BEDRIJFSREVISOR BIJ EEN IPO/SPO

Adviesverlening door de bedrijfsrevisor is een **buiten-contractuele** opdracht. Er worden dan ook geen officiële verslagen opgesteld door de bedrijfsrevisor betreffende zijn verleend advies. Het advies dient ertoe om de in het prospectus opgenomen informatie te perfectioneren, waardoor er nadien door de bedrijfsrevisor een controleverslag kan worden opgesteld, liefst zonder voorbehoud.

Daarom gaan we na over welk van de volgende elementen advies werd verleend door de bedrijfsrevisor: historisch financiële informatie en tussentijdse financiële informatie, pro forma informatie, winstprognoses en verklaring inzake het werkkapitaal.






Naast al deze elementen worden ook de risicofactoren en informatie betreffende de fiscale gevolgen voor de bestaande en nieuwe aandeelhouders in het prospectus opgenomen. Daarom werd aan de financieel directeurs van uitgevende ondernemingen zelf gevraagd over welke elementen zij advies kregen van de bedrijfsrevisor.

1) Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de volgende elementen van het prospectus?

Pro forma informatie		11 (73.33 %)
Tussentijdse financiële informatie		10 (66.67 %)
Winstprognoses en winstramingen		3 (20 %)
Belastingen		4 (26.67 %)
Werkkapitaal		6 (40 %)
Significante veranderingen		9 (60 %)
Risicofactoren		7 (46.67 %)

Uit deze resultaten blijkt dat de bedrijfsrevisor **over bijna alle aspecten** advies geeft. Veel hangt af van de voorkennis van de cliënt. Waar de cliënt over de meer evidente zaken zoals historisch financiële informatie en belastingen reeds kennis heeft omdat deze ook een belangrijk aspect zijn bij de bedrijfsvoering, vergen elementen zoals pro forma informatie, tussentijdse financiële informatie, significante veranderingen, risicofactoren en werkkapitaal een diepgaandere toelichting door de bedrijfsrevisor. Deze tweede groep van elementen past dan ook onder de noemer 'toekomstgerichte informatie'. De ondernemingen zijn hier over het algemeen minder vertrouwd mee.

3) Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende volgende wetgevingen?

De Europese Prospectusrichtlijn		3 (18.75 %)
De Europese Prospectusverordening		2 (12.5 %)
De Belgische Prospectussen van 16 juni 2006		8 (50 %)
De beperkte aansprakelijkheid van de revisor (wet van 23 december 2005)		8 (50 %)
De IFRS accountingregels voor genoteerde vennootschappen		9 (56.25 %)

Het valt op dat de bedrijfsrevisor en de ondernemingen het minder belangrijk vinden om de Europese prospectuswetgevingen te bespreken. Dit is te begrijpen doordat alle nodige informatie en te vervullen verplichtingen ook in de **Belgische Prospectuswet** van 16 juni 2006 staan en men in hoofdzaak wil focussen op de rechtstreeks toepasbare wetgeving. Dit gebeurt in bijna de helft van de gevallen. Ook vinden ondernemingen en bedrijfsrevisoren het essentieel om de wettelijke aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor te bespreken. Ook hier wordt deze materie bijna één op twee keer besproken. Over de wettelijke beperkte aansprakelijkheid bestaat veel discussie daar de controle van historische informatie onder de wettelijke opdracht valt, en de controle van toekomstgerichte verklaringen niet onder de wettelijke opdracht valt maar contractueel kan vastgelegd worden. Daarom komt dit thema frequent aan bod bij het bespreken van de scope van de opdracht en het opstellen van de 'Engagement Letter'.

Daar een eerste beursnotering een omschakeling van de toegepaste boekhoudprincipes naar de **IFRS** regels vergt, is het van essentieel belang dat de accountants van de ondernemingen hierover in detail worden ingelicht. Iets meer dan de helft van de ondervraagde ondernemingen bevestigt hierover advies verkregen te hebben. De vaststelling dit niet alle ondernemingen zijn, kan gezocht

worden in het feit dat een aantal ondernemingen in de afgelopen 5,5 jaar enkel nog een kapitaalverhoging hebben gedaan en reeds de nodige achtergrond betreffende de IFRS accountingregels voor genoteerde vennootschappen bezaten.

4) Aanpassing van de statuten ten gevolge van de IPO of SPO

Beschermingsmaatregelen ten gevolge van een vijandig bod	█	4 (36.36 %)
Inkoop van eigen aandelen	█	7 (63.64 %)
Vermelding van het statuut van onderneming die een openbaar beroep doet op het spaarwezen	█	9 (81.82 %)
Kapitaalverhoging - Beroep doen op het toegestaan kapitaal	█	9 (81.82 %)
Transparantie van het aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuur	█	7 (63.64 %)
Aandelenoptieplan(nen)	█	6 (54.55 %)

Uit deze resultaten blijkt dat de bedrijfsrevisor sterk betrokken wordt bij de aanpassing van de statuten ten gevolge van de IPO of SPO. De domeinen waarover de bedrijfsrevisor advies verleent zijn breed. Deze elementen worden, indien zij belangrijke informatie zijn voor de investeerders, dan ook steeds opgenomen in het prospectus. De meest voorkomende **statutenwijzigingen** in functie van de IPO of SPO zijn 'Kapitaalverhoging - Beroep doen op het toegestaan kapitaal' en 'Vermelding van het statuut van onderneming die een openbaar beroep doet op het spaarwezen'.

4) Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de reorganisatie van de onderneming?

Corporate Governance structuren	█	6 (40 %)
Geen	█	9 (60 %)
Andere	█	1 (6.67 %)

Men kan stellen dat de onderneming over het algemeen dezelfde bedrijfsstructuur aanhoudt als voorafgaande aan de IPO/SPO of dat dit niet tot de adviesdomeinen van de bedrijfsrevisor behoort.

5) Gaf de bedrijfsevisor advies betreffende de externe communicatie?

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie		4 (50 %)
Bekendmaking van (half)jaarresultaten		6 (75 %)
Keuze van de Underwriter/het bankensyndicaat		0 (0 %)
Contacten met de CBFA		6 (75 %)
Contacten met de juridische adviseurs		4 (50 %)
Marketing van de effecten		1 (12.5 %)

8. Conclusie

De controle van prospectusinformatie door de bedrijfsrevisor in België

In de probleemstelling vermeldden we ons doel, namelijk een beschrijving geven van

1. De drieledige rol van de bedrijfsrevisor
2. Het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, Underwriters, advocaten en CFO's betreffende aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements.'

Hiertoe dienden we een antwoord te geven op elk van de deelvragen:

1. Welke wetgeving bestaat er omtrent het prospectus en wat zijn de wettelijke prospectusvereisten?
2. Wat zijn de taken en verantwoordelijkheden van de uitgevende instellingen, de betrokken juridische adviseurs, de Underwriters en de FSMA?
3. Wat zijn de verantwoordelijkheden en taken van de bedrijfsrevisor wat betreft de controle van prospectusinformatie?
4. Wat is de huidige situatie in België betreffende prospectusuitgiftes voor openbare noteringen en aanbiedingen van aandelen op de Belgische markt en hoe is hieruit de nood aan assurance- en adviesverlening door de bedrijfsrevisor af te leiden?
5. Wat zijn de verwachtingen en opvattingen die de onderneming heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de onderneming knelpunten?
6. Wat zijn de opvattingen die de bedrijfsrevisor heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de bedrijfsrevisor knelpunten?

8.1. Algemene conclusie

Door de fusies van de Europese financiële gereguleerde markten sinds 2002 ontstond er een nood aan een **geharmoniseerde Europese wetgeving** die het toepassingsgebied en de vereiste inhoud van het prospectus vastlegt. Het informeren en beschermen van de beleggers is de belangrijkste doelstelling van een prospectus. Daarom werkte het Europese Parlement en de Raad een **Europese Richtlijn** uit betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten. De Europese Prospectusverordening geeft invulling aan de Richtlijn voor wat betreft de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties. De Prospectusverordening werd in juni 2006 omgezet in Belgische wetgeving. De tegenhanger van de **Belgische Prospectuswet** voor de regeling van openbare aanbiedingen is de **Overnamewet** van 1 april 2007. De FSMA houdt toezicht op de opvolging van de wet door de emittenten. Een goede knowhow van de toepassing van deze wetten door de bedrijfsrevisor is van groot belang, wil hij zijn opdrachten naar behoren kunnen uitvoeren.

De Belgische Prospectuswet regelt de **aansprakelijkheidsgronden**, met name misleidende, onjuiste of inconsistente informatie die mogelijk tot een nadeel leiden ten aanzien van het prospectus en de schadevergoedingen door de emittent en de Underwriter aan de gedupeerde belegger. Zo is de onderneming verplicht risicofactoren in het prospectus op te nemen, zodat de potentiële belegger ook de andere kant van de medaille te zien krijgt.

Aan de uitvoering van de complexe beurstransactie werken tevens **advocaten en Underwriters** mee. Deze laatste zorgen voor het afwickelen van de gehele transactie en de verdeling van de aandelen onder de beleggers. De Underwriters dragen dus een grote verantwoordelijkheid voor de goede afloop van de IPO of kapitaalverhoging. Gedurende het jaar voorafgaande aan de transactie, is er een zeer **nauwe samenwerking** tussen de bedrijfsrevisoren, de advocaten, de Underwriters en vooral, de onderneming. Hoe complexer de transactie en hoe groter het op te halen kapitaal, hoe meer spanningen er ook zijn wat betreft de op te nemen verantwoordelijkheid betreffende de informatie, opgenomen in het prospectus.

Zoals hierboven vermeld dient het prospectus correcte beleggingsinformatie weer te geven, zonder misleidend te zijn of informatie weg te laten waardoor de investeerders een nadeel zouden kunnen oplopen. De bedrijfsrevisor is de ideaal geplaatste persoon om inzage te krijgen in de boekhouding van de onderneming, de notulen van de Algemene Vergaderingen en de verslagen van de Raad van Bestuur, evenals de verslagen van deskundigen betreffende de rechten en plichten van de onderneming. De werkzaamheden en hun omvang worden in contractueel vastgelegd daar de

controle van toekomstgerichte verklaringen geen wettelijke opdracht van de bedrijfsrevisor is. De bedrijfsrevisor hanteert voor het uitvoeren van zijn specifieke opdrachten omtrent bepaalde stukken in het prospectus de leidraad, uitgegeven door het Informatiecentrum van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren, de '**Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements**'. Deze leidraad vormde tevens het uitgangspunt van deze masterproef, daar de instructies aan de praktijk van de werkzaamheden van de bedrijfsrevisoren getoetst konden worden. Hiertoe zal de bedrijfsrevisor aan de ene kant publieke verslagen leveren wat betreft de beoordeling van de historische, tussentijdse en pro forma financiële informatie en de winstprognoses en winstramingen. Daarnaast zal de bedrijfsrevisor ook private verslagen leveren in een Comfort Letter aan de Underwriter wat betreft ten eerste de beoordeling van de verklaring inzake het werkkapitaal en ten tweede zal de bedrijfsrevisor een verklaring afleggen over de afwezigheid van significante veranderingen, andere dan deze die werden opgenomen in het prospectus. De 'Guidelines' vermeldt echter geen richtlijnen over het verslag van de verklaring inzake het werkkapitaal. Zoals uit de praktijkstudie blijkt, leidt dit tot controverse en discussies tussen de betrokken partijen. Het volgen van de richtlijnen in de leidraad doet geen afbreuk aan de geldigheid van de Algemene Controlenormen van het IBR in verband met het plannen en uitvoeren van de controleopdrachten.

De bedrijfsrevisor is volgens artikelen 1382 en 1383 van het Burgerlijk Wetboek, aansprakelijk voor alle (mogelijke) schade, ontstaan door zijn fout. Uit het bestuderen van de artikelen in het Wetboek van Vennootschappen over de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor kunnen we niet afleiden dat de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking, vastgesteld door artikel 17 van de Wet van 1953, ook van toepassing is op de controle van toekomstgerichte informatie. In de praktijk blijkt echter, dat in het contract (de **Engagement Letter**) tussen de onderneming (cliënt) en de bedrijfsrevisor toch vaak de **wettelijke aansprakelijkheidsbeperking** gehanteerd wordt. Zo kan de bedrijfsrevisor zich bij afwezigheid van bedrieglijk opzet, weren tegen onbeperkte aansprakelijkheidsvorderingen door de beleggers of de Underwriters. De technische aard van zijn beroep en de verklaring van de bedrijfsrevisor dat zij enkel uitspraken doen over de redelijkheid van de gebruikte methodes en niet over de juistheid van de in het prospectus opgenomen bedragen, maken bewijsvoering tegen de bedrijfsrevisor overigens zeer moeilijk.

De huidige situatie in België betreffende prospectusuitgiftes voor openbare noteringen en aanbiedingen van aandelen op de Belgische markt geeft een voorzichtig **herstel** weer na de financiële crisis in 2008 en 2009. Het vertrouwen in de ondernemingen en de financiële markten is terug, mede dankzij het verstrengde toezicht door de FSMA. Verder stellen we vast dat net zoals bij de controle van de jaarrekeningen, de markt wordt beheerst door de **BIG Four**.

Als we kijken naar de inhoud van de prospectussen in de analyse, zien we dat niet alle elementen van de prospectusvereisten (cf. Belgische Prospectuswet) steeds terug te vinden zijn. Dit wijst erop

dat de emittenten dit **enkel** zullen doen indien ze er door de **wettelijke voorwaarden** toe verplicht zijn. Een andere mogelijke verklaring is dat de FSMA een uitzondering kan toekennen om bepaalde informatie uit het prospectus weg te laten. De gevallen waarin dit gebeurde zijn terug te vinden in de verslagen van het directiecomité van de FSMA. Wat betreft de opname van toekomstgerichte informatie, merken we dat pro forma informatie en winstprognoses maar zeer sporadisch voorkomen in de prospectussen. De managementverklaring inzake het werkkapitaal van de onderneming komt in bijna elke prospectus voor, daar de voorwaarden in de meeste prospectussen voor langer dan 12 maanden gelden en dus in dit geval een managementverklaring inzake het werkkapitaal door de wet vereist is. Tussentijdse financiële informatie komt ook vrij vaak voor. Dit heeft te maken met het tijdstip waarop het prospectus wordt opgesteld daar historisch financiële informatie bij de gewone audits telkens op het einde van het boekjaar wordt geattesteerd, maar er zich in tussentijd nog gebeurtenissen van invloed kunnen voordoen. In figuren vinden we het cijfermateriaal terug waaruit blijkt dat niet alle elementen steeds werden opgenomen. Risicofactoren en historisch financiële informatie zijn in alle gevallen verplicht en worden daarom niet in de grafiek opgenomen. Toekomstgerichte verklaringen worden in bijna 100% van de gevallen opgenomen. Beleggers zijn dan ook meer geïnteresseerd in de toekomstige bedrijfsresultaten en ontwikkelingen van de aandelenwaarde. Niet voor niets heet het informatiedocument ook 'Prospectus'.

Managementverklaringen inzake het werkkapitaal worden bij openbare aandelenaanbiedingen in meer dan de helft van de gevallen (60,53%) opgenomen. Onder de Belgische wetgeving is dit verplicht, onder de Europese wetgeving is dit verplicht onder voorwaarden. Tussentijdse financiële informatie wordt opgenomen in bijna de helft van de gevallen (48,68%) en pro forma financiële informatie is in het kleinste aantal gevallen van toepassing volgens de Prospectusrichtlijn en wordt dus ook maar in 40,79% van de gevallen opgenomen.

Wanneer de onderneming daarentegen kapitaal ophaalt door obligatie-uitgifte, zijn er heel wat minder inhoudelijke prospectusvereisten. Zo werd in geen enkel van de gevallen een verklaring inzake het werkkapitaal, noch pro forma financiële informatie opgenomen. Tussentijdse financiële informatie werd sporadisch opgenomen (in 15% van de gevallen), terwijl toekomstgerichte informatie altijd werd opgenomen.

Bij openbare overnameaanbiedingen zien we dat een verklaring inzake het werkkapitaal in 12% van de gevallen werd opgenomen en pro forma informatie in één op vijf van de prospectussen in de analyse. Net zoals bij de openbare aandelenaanbiedingen zien we weer dat tussentijdse financiële informatie (28%) en toekomstgerichte informatie (64%) frequenter voorkomen.

Ervaring in de kapitaalmarktoperaties is de belangrijkste determinant voor de keuze van de bedrijfsrevisor. Uit de analyse van de prospectussen blijkt tevens dat een beperkt aantal bedrijfsrevisoren het grootste deel van deze opdrachten uitvoert. Zoals in de literatuurstudie werd vermeld, vergt de controle van prospectusinformatie en de adviesverlening betreffende kapitaalmarktoperaties een uitgebreide kennis van de wetgevingen en richtlijnen en ervaring van de bedrijfsrevisor.

De veelheid aan wetgeving en de ingewikkelde procedure van een kapitaaltransactie leidt ertoe dat de onderneming aangewezen is op een betrouwbare en professionele dienstverlening door de bedrijfsrevisor. We stelden ons dan ook de vraag 'Wat zijn de verwachtingen en opvattingen die de onderneming heeft over de **controle** van het **prospectus** en waar ziet de onderneming **knelpunten**?' Ervaring in de kapitaalmarktoperaties is de belangrijkste determinant voor de keuze van de bedrijfsrevisor. De adviseurs, de Underwriter en de FSMA geven aan of de onderneming volgens de wet elementen in het prospectus moet opnemen die enkel onder bepaalde voorwaarden dienen te worden opgenomen, zoals pro forma informatie, winstprognoses, een verklaring inzake werkkapitaal en tussentijdse financiële informatie. De bedrijfsrevisor zal dan ook voor elk van deze elementen een verklaring moeten afleggen in een publiek rapport of een private Comfort Letter voor wat betreft het verslag over de verklaring inzake werkkapitaal. In de praktijk blijkt dat ongeveer twee derde van de uitgevende stellingen deze verklaring in het prospectus opneemt en laat attesteren door de bedrijfsrevisor in een private Comfort Letter naar de Underwriter. Indien er een tekort aan werkkapitaal is, zal de onderneming hiervoor tevens een aantal realistische maatregelen moeten voorzien. De bedrijfsrevisor zal dan ook de onderneming zo goed mogelijk adviseren betreffende de verschillende mogelijkheden. Verder wordt de onderneming extra 'gedekt' door het feit dat de bedrijfsrevisor tevens de 'no significant changes' statement auditeert. Hiervoor moet de onderneming de bedrijfsrevisor toegang verlenen tot alle boeken en documenten van de ondernemingen en heeft de bedrijfsrevisor het recht met de personeelsleden en de leden van de ondernemingsraad te spreken.

De onderneming lijkt dus veel vertrouwen te hebben in haar bedrijfsrevisor en houdt zich niet bezig met de technische details van de controle van de prospectusinformatie. Zo kennen de ondernemingen de **leidraad** 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements' onvoldoende om uitspraken te doen over de kwaliteit ervan. Wat betreft de **prospectuswetgeving** verklaren de ondernemingen dat deze zeer complex is en dat de FSMA het toepassingsgebied ervan op alle mogelijke manieren uitbreidt, zodat ook KMO's en ondernemingen die maar een zeer kleine kapitaalverhoging doen of enkel op de vrije markt noteren, ook aan de strenge prospectusregels onderworpen zijn. Dit leidt dikwijls tot meer kosten dan wat de transactie een kleine onderneming zou opleveren.

Wat betreft de aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisoren, houdt het management van een uitgevende instelling zich eerder buiten het debat over een eventuele afschaffing hiervan naar analogie met de Angelsaksische landen. Ze vinden het redelijk dat de **wettelijke aansprakelijkheidsbeperking** ook wordt toegepast voor de contractuele controle-opdrachten. Indien de transacties groter en complexer worden, zullen ze wel meer op hun hoede zijn en een hogere scope van de werkzaamheden van de bedrijfsrevisor **contractueel** vastleggen. De inspanningen van de bedrijfsrevisor zullen dan ook toenemen om zoveel mogelijk risico op fouten uit te sluiten en de onderneming vertrouwt hier dan ook op. Het is niet geweten welke bedragen er op de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor geplakt worden in contractuele opdrachten, maar wel dat deze steeds redelijk en in verhouding is met de uitgevoerde werkzaamheden. De ondernemingen zien zich dan ook **niet** dadelijk naar landen trekken waar er geen aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor bestaat omdat andere overwegingen, zoals het ophalen van kapitaal bij binnenlandse investeerders, primair zijn.

Wat zijn de opvattingen die de bedrijfsrevisor heeft over de controle van het prospectus en waar ziet de bedrijfsrevisor knelpunten? Enkele bedrijfsrevisoren geven een meer genuanceerd beeld over de gevolgen van een **verhoging** van de **aansprakelijkheidsbeperking**. Indien de 'liability cap' wordt losgelaten of verhoogd, dan neemt de bedrijfsrevisor een veel groter risico waartegen hij zich zal dienen te verzekeren. De kostprijs van deze extra verzekering zal dan verhaald moeten worden op de onderneming die een transactie overweegt. **Vraag** is of **de markt bereid** is om hiervoor extra te betalen. Met betrekking tot de grootte van de 'liability cap', hangt het ervan af wat de transactie is en welke onderneming de transactie onderneemt. Bij ondernemingen met een kleine marktwaarde op de beurs zou je kunnen zeggen dat de 'liability cap' in verhouding is. Maar bij ondernemingen met een grote marktwaarde (bijvoorbeeld enkele miljarden) is deze waarschijnlijk bijzonder laag.

Hierover bestaat grote **verdeeldheid** onder de bedrijfsrevisoren. Diverse redenen worden aangehaald om te beargumenteren dat er **géén gevaar** bestaat dat de ondernemingen die een IPO of kapitaalverhoging willen doen naar het buitenland trekken, waar er geen wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor bestaat, zoals bijvoorbeeld in de UK. In het beslissen waar men een transactie laat doorgaan, is dit een element van ondergeschikt belang. Deze beslissing wordt voornamelijk gedreven door de **aanwezigheid van kapitaal**. Ondernemingen gaan niet naar het buitenland trekken indien ze hun investeerders in België (willen) vinden, wat ook afhankelijk is van de sector waarin men zich bevindt. Dat is de voornaamste drijfveer voor een raad van bestuur. Al de rest wordt beschouwd als praktische beslommingen waar de externe adviseurs en het interne management (meestal de Legal counsel en de CFO) zich dienen mee bezig te houden.

Aan de andere kant wordt er aangehaald dat de **kans bestaat**. Maar omdat de transactie plaatsvindt onder het Belgische rechtssysteem is het vanzelfsprekend om hiervoor ook een Belgische bedrijfsrevisor aan te stellen, onder de voorwaarden van de Belgische wettelijke aansprakelijkheidsbeperking. Dit is al zo het geval voor ondernemingen die in België op de beurs noteren maar ook beroep doen op institutionele beleggers in de Verenigde Staten. Ook wordt aangehaald dat het risico eerder klein is doordat ondernemingen het **enkel** zouden overwegen om hun **verklaring inzake het werkkapitaal** door een controleverslag te laten dekken waarbij de bedrijfsrevisor onbeperkte aansprakelijkheid heeft.

De bedrijfsrevisoren **betwijfelen** echter of de **markt bereid** is mee te stappen in een verhoging van de erelonen als gevolg van het verhogen van de aansprakelijkheid. Men aanvaardt bij dit soort transacties grote en hoge erelonen van bankiers en advocaten, maar niet zozeer van de auditor.

8.2. De drieledige rol van de bedrijfsrevisor

Bij een openbare aanbidding werkt de bedrijfsrevisor nauw samen met het management en het auditcomité van de emittent. Ook pleegt de bedrijfsrevisor overleg met de juridisch adviseurs en de Underwriter over aansprakelijkheden en het leveren van due diligence in een private Comfort Letter aan de Underwriter. Naast het afleveren van de **publieke en private rapporteringsverslagen**, geeft de bedrijfsrevisor net als de andere betrokken actoren advies aan de onderneming, zij het op een informele basis.

Uit de half-gestructureerde interviews met bedrijfsrevisoren, advocaten, een Underwriter en een CFO blijkt dat de dienstverlening door de bedrijfsrevisor kan worden ingedeeld in:

1. De publieke, wettelijke rapporteringsopdracht
2. De private, contractuele rapporteringsopdracht
3. De buiten-contractuele adviesverlening

Volgende tabel geeft een overzicht van de verschillende soorten prospectusinformatie en het 'regime' waaronder zij vallen.

Tabel 7 Driedelige rol en indeling opdrachten van de bedrijfsrevisor

Wettelijke rapporteringsopdracht → eerder formeel overleg tussen bedrijfsrevisor en emittent	Contractuele rapporteringsopdracht	Contractuele adviesverlening → de bedrijfsrevisor levert hier toegevoegde waarde via informeel overleg
Publieke rapportering	Private rapportering	Geen rapportering
Pro forma informatie	Significante veranderingen	Toepasselijke wetgeving
Winstprognoses	Verklaring inzake het werkkapitaal	Aanpassing van de statuten ten gevolge van de IPO/SPO
Tussentijdse financiële informatie		Externe communicatie
Historisch financiële informatie in het prospectus		Toekomstgerichte informatie in het prospectus

De respondenten verklaarden dat de bedrijfsrevisor toegevoegde waarde levert bij de adviesverlening. Het is echter niet mogelijk deze 'toegevoegde waarde' te meten als een hogere aandelenprijs of dergelijke, daar het **advies**, verleend door de bedrijfsrevisor, informeel is en dus niet gedocumenteerd wordt. In de praktijkstudie hebben we niet onderzocht welk advies de bedrijfsrevisor verleent betreffende historisch financiële informatie, omdat de controleverslagen betreffende deze informatie reeds in het jaarverslag van de onderneming zijn opgenomen en deze informatie dus niet geattesteerd werd met het oog op de openbare notering of kapitaalverhoging.

Er blijkt dat de bedrijfsrevisor over bijna alle inhoudelijke elementen van het prospectus advies geeft. Veel hangt af van de voorkennis van de cliënt. Door hun onafhankelijkheid, zijn de bedrijfsrevisoren ideaal geplaatst om inzage te krijgen in een grote waaier aan bedrijfsdocumenten en voor de voorbereidingen van de IPO of SPO **objectief advies** te verlenen. De bedrijfsrevisoren wijzen bestuurders op de risico's van het achterhouden of verkeerd vermelden van informatie en geven tips over hoe iets in het prospectus moet genoteerd worden.

De ondernemingen zijn over het algemeen minder vertrouwd met toekomstgerichte informatie en dus geeft de bedrijfsrevisor vaak advies over pro forma informatie, maar ook over tussentijdse financiële informatie.

Wat betreft de toepasselijke **wetgevingen**, maakt de bedrijfsrevisor de onderneming vertrouwd met de **IFRS** boekhoudprincipes voor genoteerde vennootschappen, de Belgische Prospectuswet

(wet van 16 juni 2006) en de beperkte aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor (wet van 23 december 2005).

Verder blijkt dat de bedrijfsrevisor sterk betrokken wordt bij de aanpassing van de **statuten** ten gevolge van de IPO/SPO. Een kapitaalverhoging binnen het toegestaan kapitaal, de vermelding van het statuut van een onderneming die beroep doet op het openbaar spaarwezen en de vermelding van de inkoop van eigen aandelen worden in de meerderheid van de gevallen onder het toezicht oog van de bedrijfsrevisor in de statuten opgenomen.

Tenslotte begeleidt de bedrijfsrevisor de onderneming in het uitvoeren van de taken, gerelateerd aan de **IPO**. Reden hiervoor is dat het niet evident is dat ondernemingen deze eerder uitzonderlijke handelingen volledig zelf van de eerste keer tot een goed einde kunnen brengen.

8.3. Het documenteren van de opinies en voorstellen van bedrijfsrevisoren, Underwriters, advocaten en CFO's betreffende aanvullingen in de 'Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements'.

Alle bedrijfsrevisoren halen aan dat deze leidraad moet worden aangevuld met aanbevelingen omtrent de **private rapportering over de 'working capital statement'**. ('Verklaring van het management inzake het werkkapitaal'). De ESMA heeft hierover aanbevelingen gepubliceerd wat betreft de opstelling van deze verklaring. De bedrijfsrevisoren halen zelf aan dat hier bij elke contractuele controleopdracht zeer veel **discussie** bestaat tussen de betrokken actoren. De essentie ligt bij de aansprakelijkheid voor de 'toekomstgerichte informatie'. Deze is gevoeliger en risicovoller dan historische financiële informatie en het blijft dus uiterst moeilijk om hier een verklaring voor af te leggen. De Underwriters eisen steeds een Working Capital Statement Comfort Letter van de bedrijfsrevisor. De bedrijfsrevisoren hanteren hiervoor dan de middenweg door een verklaring af te leggen omtrent de redelijkheid van de gebruikte methodes voor de berekening van de (nood aan) werkkapitaal en of deze op basis van de juiste informatie is opgesteld, zonder een opinie te geven over de eventuele grootte van het (tekort aan) werkkapitaal. Deze rapporten zijn vaak erg gedetailleerd en een 'long form report' terwijl de Underwriters vragen naar een korte rapportering. Het zou voor alle partijen een gunstige uitkomst zijn mochten hiervoor **normen** opgelegd worden, om niet steeds bij elke opdracht opnieuw meer tijd te moeten besteden aan het

bespreken van de aansprakelijkheden betreffende toekomstgerichte verklaringen, de omvang van de werkzaamheden van de commissaris hieromtrent, alsook over de vergoeding voor deze werkzaamheden.

Het prospectus is in de eerste plaats een informatie-instrument voor de belegger. Het is dus noodzakelijk dat de emittent verantwoordelijk is voor de opgenomen informatie. In de praktijk vindt er bij elke transactie een discussie plaats over aansprakelijkheden, waarbij de Underwriters van de bedrijfsrevisor buiten de controle van de informatie, ook een verantwoordelijkheid over de cijfers willen. De leidraad vermeldt echter niets omtrent de wettelijke beperking van de aansprakelijkheid of 'liability cap' van de bedrijfsrevisor. Deze werd in het leven geroepen door de Belgische wetgever voor de instandhouding van het beroep van bedrijfsrevisor. De controle van toekomstgerichte informatie is echter geen wettelijke opdracht en wordt na een onderhandeling contractueel vastgelegd in een 'engagement letter'. In de praktijk gebeurt het vaak dat op vraag van de bedrijfsrevisor hier ook de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking wordt toegepast, maar vaak onbeperkte verantwoordelijkheden worden toegepast. Indien de liability cap wordt losgelaten of verhoogd, dan neemt de bedrijfsrevisor een veel groter risico waartegen hij zich zal dienen te verzekeren. De kostprijs van deze extra verzekering zal dan verhaald moeten worden op de vennootschap die een transactie overweegt. Vraag is of er in de markt bereidheid is om hiervoor extra te betalen. Met betrekking tot de grootte van de liability cap, hangt het ervan af wat de transactie is en welke vennootschap de transactie onderneemt. De bedrijfsrevisoren zouden dus graag de **wettelijke beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor ook toegepast zien voor de controle van toekomstgerichte informatie**, in de eerste plaats via een aanbeveling door het ICCI in de 'Guidelines...' en indien mogelijk ook in een wetsartikel.

9. Aanbevelingen voor verder onderzoek

Vertrekkend vanuit de eerder genoemde beperkingen betreffende het private karakter van de 'Working Capital Statement' en 'Significant Change' Comfort Letters en de vereiste ervaring van de ondervraagde bedrijfsrevisoren, geef ik enkele aanbevelingen voor verder onderzoek. Het bevragen van een beperkt aantal bedrijfsrevisoren dat tevens enkel in dienst is van één van de BIG Four, zou tevens kunnen leiden tot het voorbarig trekken conclusies. Een uitgebreid onderzoek kan dus uitgevoerd worden **op het niveau van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren**, en zou toegang moeten kunnen verkrijgen tot de private Comfort Letters. Men zou ook aan alle erkende bedrijfsrevisoren vragen welke elementen zij zoal aanhalen voor de evaluatie van de '**Working Capital Statement**'.

Verder kan het nuttig zijn een meer **gedetailleerde enquête** te doen bij de emittenten over de samenwerking met de bedrijfsrevisor ten tijde van de notering en/of kapitaalverhoging en pijlen naar de tevredenheid over deze samenwerking. De meerkeuzevragen kunnen tevens verder uitgebreid worden door niet enkel te bevragen óf de bedrijfsrevisor advies gaf over bepaalde inhoudelijke prospectusvereisten, maar ook te vragen naar specifieke voorbeelden. Hierbij moet in het achterhoofd gehouden worden dat de bijdrage van de bedrijfsrevisor in het algemeen beperkt blijft tot de opname van historisch financiële informatie. Uit het interview met de CFO van Befimmo bleek dat de auditopdracht aan **twee verschillende auditkantoren** gegeven werd. Een interessante onderzoeksvraag is of bij andere ondernemingen eveneens de regel geldt dat de historische financiële informatie door een vaste commissaris gedaan moet worden en of de toekomstvoorspellingen niet door de vaste commissaris gedaan moeten worden. Hierbij werd aangehaald dat de rol van de bedrijfsrevisor eerder formeel en beperkt is bij de audit van de historisch financiële informatie (dit rapport is steeds al klaar doordat het een onderdeel is van de 'gewone' audit van de jaarrekening). Voor de 'forecast' wordt er meer toegevoegde waarde geleverd door de bedrijfsrevisor. Dit is dan ook een 'nieuw' element in het prospectus. Men zou kunnen nagaan of deze opvatting ook bij de andere emittenten leeft. Ook kan een interview met een medewerker van het markttoezicht van de **FSMA** tot nieuwe inzichten leiden wat betreft de aansprakelijkheidsdiscussie en de strenge wettelijke prospectusvereisten. Dit interview kan grotendeels bestaan uit dezelfde vragen die in dit onderzoek aan de bedrijfsrevisoren en emittenten werden voorgelegd.

Tenslotte is het aan te raden een mogelijk verder onderzoek pas te doen nadat het IBR nieuwe richtlijnen inzake de controle van de 'Working Capital Statement' heeft opgenomen in de 'Guidelines'. Men moet tevens rekening houden met de regelmatig **veranderende wetgeving** wat betreft het toepassingsgebied van de prospectusplicht.

10. Bijlagen

10.1. Voorbeeld van een Comfort Letter

This DRAFT is furnished solely for the purpose of indicating the form of letter that we would expect to be able to furnish the named Underwriters in response to their request, the matters expected to be covered in the letter, and in the nature of the procedures that we would expect to carry out with respect to such matters. Based on our discussions with the named Underwriters, it is our understanding that the procedures outlined in this draft letter are those they wish us to follow. Unless named Underwriters inform us otherwise, we shall assume that there are no additional procedures they wish us to follow. The text of this letter itself will depend, of course, on the results of the procedures, which we would not expect to complete until shortly before the letter is given and in no event before the cut-off date indicated therein. We retain the right to modify the wording below accordingly.

[Location, Date, 20XX]

[Underwriter Name(s)].

As Lead Manager and as representative of the Underwriters (the 'Underwriters') named in the prospectus referred to below

Attn. [Name]

[Title]

[Company/Dept]

[Address]

[Town]

Gentlemen,

We have audited the consolidated balance sheets of [Company Name] (the 'Company') and subsidiaries as of December 31, 200X-1 and December 31, 20XX-2, and the consolidated statements of income, statement of changes in equity, and cash flows and selective notes for each of the two years then ended, which have been prepared in conformity with International Financial

Reporting Standards (IFRS) as adopted in the EU, included in the prospectus, dated Date, 20XX, in Dutch. Our audits have been conducted in accordance with [state relevant audit framework] in [Country].

We have reviewed the interim condensed consolidated balance sheets of [Company Name] (the 'Company') and subsidiaries as of March 31, 20XX-1 and March 31, 20XX, and the interim condensed consolidated statements of income, statement of changes in equity, cash flows and selective notes for each of the two periods then ended, which have been prepared in conformity with IAS 34 'Interim Financial Reporting' as adopted in the EU, included in the same prospectus.

We conducted our reviews in accordance with the guidelines of the Belgian Institute of Registered Auditors (IBR-IRE). A review of interim financial information consists principally of applying analytical procedures and making inquiries of persons responsible for financial and accounting matters. It is substantially less in scope than an audit conducted in accordance with the standards of the Belgian Institute of Registered Auditors (IBR-IRE), the objective of which is the expression of an opinion regarding the financial statements taken as a whole. Accordingly, we do not express such an opinion.

All above information has been included in the Dutch/French version of the prospectus (n° XXXXXXXXXX) filed by [Company Name] under the law of 16 June 2006, 'openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt' or public offering of 'effecten' ('the law'); our statutory auditor report and our limited review report with respect thereto is also included in that prospectus. The prospectus, as amended as of XXXXXX, 20XX, including the Placard dated XXXXXX, 20XX, is herein referred to as 'the prospectus'.

In connection with the prospectus:

(1) We are a member of the Belgian Institute of Registered Auditors (Instituut van de Bedrijfsrevisoren – Institut des Réviseurs d'Entreprises) (IBR-IRE) and we are the auditor with respect to the Company within the meaning of the Belgian law and the applicable rules and regulations there under.

(2) We have not audited any financial statements of the Company as of any date or for any period subsequent to December 31, 20XX-1 nor reviewed any interim financial statements for any period subsequent to March 31, 20XX. The purpose (and therefore the scope) of our audit for the year ended December 31, 20XX-1 was to enable us to express our opinion on the consolidated financial statements as of December 31, 20XX, and for the two years then ended, but not on the financial statements for any other interim period within those years than those mentioned above. The purpose (and therefore the scope) of our review for the [period] ended March 31, 20XX was to enable us to express negative assurance on the condensed consolidated interim financial

statements as of March 31, 20XX, and for the [period] then ended, but not on any interim financial statements for any other interim period within those years than those mentioned above

(3) For purposes of this letter, we have read the 20XX and 20XX+1 minutes of meetings of the stockholders and the board of directors of the Company and its subsidiaries as set forth in the minute books at [Date, 20XX], officials of the Company having advised us that the minutes of all such meetings through that date were set forth therein.

(4) For purposes of this letter we have read the 20XX minutes of meetings of the stockholders, the board of directors, and [include other appropriate committees, if any] of the company and its subsidiaries as set forth in the minute books at June ..., 20XX, officials of the company having advised us that the minutes of all such meetings through that date were set forth therein; we have carried out other procedures to June ..., 20XX, as follows (our work did not extend to the period from June ..., 20XX, to June ..., 20XX, inclusive):

a. With respect to the three-month periods ended March 31, 20XX and 200X-1, we have

(i) Performed a limited review specified by the Institute of Registered Auditors (IBR-IRE), on the unaudited condensed consolidated balance sheet as of March 31, 20XX, and unaudited condensed consolidated statements of income, statement of changes in equity, cash flows and selective notes for the three-month periods ended March 31, 20XX and 20XX-1, included in the registration statement.

(ii) Inquired of certain officials of the company who have responsibility for financial and accounting matters whether the unaudited condensed consolidated financial statements referred to in a(i) comply as to form in all material respects with the applicable accounting requirements of IAS 34 'Interim Financial Reporting' as adopted in the EU and the related published rules and regulations.

b. With respect to the period from April 1, 20XX, to May 31, 20XX, we have

(i) Read the unaudited consolidated financial statements of the company and subsidiaries for April and May of both 20XX-1 and 20XX furnished us by the company, officials of the company having advised us that no such financial statements as of any date or for any period subsequent to May 31, 20XX, were available.

(ii) Inquired of certain officials of the company who have responsibility for financial and accounting matters whether the unaudited consolidated financial statements referred to in b(i) are stated on a basis substantially consistent with that of the audited consolidated financial statements included in the registration statement.

The foregoing procedures do not constitute an audit conducted in accordance with Standards of

IBR-IRE. Also, they would not necessarily reveal matters of significance with respect to the comments in the following paragraph. Accordingly, we make no representations regarding the sufficiency of the foregoing procedures for your purposes.

(5) Nothing came to our attention as a result of the foregoing procedures, however, that caused us to believe that

a. (i) Any material modifications should be made to the unaudited condensed consolidated financial statements described in 4a(i), included in the registration statement, for them to be in conformity with IAS 34 'Interim Financial Reporting' as adopted in the EU.

(ii) The unaudited condensed consolidated financial statements described in 4a(i) do not comply as to form in all material respects with IAS 34 'Interim Financial Reporting' as adopted in the EU and the related published rules and regulations.

b. (i) At May 31, 20XX, there was any change in the capital stock, increase in long-term debt, or decrease in consolidated net current assets or stockholders' equity of the consolidated companies as compared with amounts shown in the March 31, 20XX, unaudited condensed consolidated balance sheet included in the registration statement, or (ii) for the period from April 1, 20XX, to May 31, 20XX, there were any decreases, as compared to the corresponding period in the preceding year, in consolidated net sales or in the total or per-share amounts of income before extraordinary items or of net income, except in all instances for changes, increases, or decreases that the registration statement discloses have occurred or may occur.

(6) Company officials have advised us that no consolidated financial statements as of any date or for any period subsequent to December 31, 20XX-1, are available; accordingly, the procedures carried out by us with respect to changes in financial statement items after December 31, 20XX-1, have, of necessity, been limited. We have inquired of certain officials of the company who have responsibility for financial and accounting matters whether (a) at [Date, 20XX] (this date should not exceed the 135 day rule as specified in the guidelines), there was any material change in the issued capital, decrease in retained earnings, increase in non-current interest bearing liabilities or any decreases in consolidated net current assets, defined as current assets less current liabilities, or stockholders' equity of the consolidated companies as compared with amounts shown on the December 31, 20XX-1, audited consolidated balance sheet included in the prospectus or (b) for the period from December 31, 20XX-1 to [Date, 20XX] (this date should not exceed the 135 day rule as specified in the guidelines), there were any decreases, as compared with the corresponding period in the preceding year, in consolidated net sales or in consolidated net income. On the basis of these inquiries and our reading of the minutes as described in (4), nothing came to our attention that caused us to believe that there was any such change, increase, or decrease and except in all

instances for changes, increases, or decreases that the prospectus discloses, have occurred or may occur, except as follows:

(7a) Our audit of the consolidated financial statements for the periods ended December 31, 20XX-1, and 20XX-2 comprised audit tests and procedures deemed necessary for the purpose of expressing an opinion on such consolidated financial statements taken as a whole. For none of the periods referred to therein nor for any other period did we perform audit tests for the purpose of expressing an opinion on individual balances of accounts or summaries of selected transactions such as those enumerated below and, accordingly, we express no opinion thereon.

(7b) Our review of the consolidated financial statements for the periods ended March 31, 20XX-1 and 20XX comprised inquiries and analytical procedures deemed necessary for the purpose of expressing a review opinion on such consolidated financial statements taken as a whole. For none of the periods referred to therein nor for any other period did we perform audit tests for the purpose of expressing an opinion on individual balances of accounts or summaries of selected transactions such as those enumerated below and, accordingly, we express no opinion thereon.

(8) However, for purposes of this letter, we have read the circled items identified by you on the attached copy of the prospectus and have performed the following additional procedures, which were applied as indicated by the symbols explained below. In performing these procedures, we have considered to be in agreement amounts that, when compared, differed only due to the effect of rounding. Additionally, with respect to analyses prepared by the Company, we make no comment regarding the completeness or appropriateness of such analyses or the manner in which they were prepared. Our additional procedures were as follows:

(a) Compared the specified euro amounts and/or ratios to amounts in the audited or reviewed consolidated financial statements described in the introductory paragraph of this letter to the extent that such amounts are included in or can be derived from such statements or the related notes thereto, and found them to be in agreement.

(b) Compared the specified euro amounts and/or ratios to amounts in the Company's accounting records and found them to be in agreement.

(c) Compared the specified euro amounts and/or ratios to amounts in accounting analyses or schedules prepared by the Company and found them to be in agreement.

(d) Compared the euro currency and other amounts not derived directly from audited consolidated financial statements, or that could not be compared directly to the Company's accounting records, to amounts in analyses prepared by the Company from its accounting records or audited financial statements and found them to be in agreement.

(e) Proofed the arithmetic accuracy of the percentages or amounts based on the data in the above-mentioned financial statements, accounting records, and analyses.

We make no representations as to whether the transaction will take place or the amount of securities to be sold in the transaction.

(9) If the prospectus includes a working capital statement, on which comfort is requested additional wording as described in the footnote may be included in the Comfort Letter⁽⁶²⁾.

(10) If the prospectus includes a forecast, on which comfort is requested additional wording as described in the footnote may be included in the Comfort Letter⁽⁶³⁾.

(11) It should be understood that we make no representations regarding questions of legal interpretation or regarding the sufficiency for your purposes of the procedures enumerated in the preceding paragraph 7 above; also, such procedures would not necessarily reveal any material misstatement of the amounts or ratios listed above. Further, we have addressed ourselves solely to the foregoing data as set forth and incorporated by reference in the prospectus and make no representations regarding the adequacy of disclosure or regarding whether any material facts have been omitted.

(12) This letter is solely for the information of the addressees and to assist the Underwriters in conducting and documenting their investigation of the affairs of the company in connection with the offering of the securities covered by the prospectus, and it is not to be used, circulated, quoted, or otherwise referred to within or without the underwriting group for any other purpose, including but not limited to the registration, purchase, or sale of securities, nor is it to be filed with or referred to in whole or in part in the prospectus or any other document, except that reference may be made to it in the underwriting agreement or in any list of closing documents pertaining to the offering of the securities covered by the prospectus.

Sincerely yours,

Auditor

Represented by

⁽⁶²⁾ (9) In section Chapter XXX, the prospectus sets out a working capital statement for the two years ended December 31, 20XX-1, and December 31, 20XX, prepared by the Board of Directors of the Company. We have read this information and have compared it with that shown in the audited financial statements of the Company. We confirm that this financial information has been accurately extracted from the financial statements for the relevant years.

In section Chapter XXX, the prospectus sets out a working capital statement with respect to the adequacy of the Company's working capital requirements at the date of the Prospectus. We have read this information and we can confirm that in our view (i) the working capital requirements of the Company are sufficient to meet the Company's present requirements for the coming 12 months subject to the realization of the assumptions and objectives supporting the Company's business plan and projections and (ii) the directors have made the statement, in the form and context in which it is made, after due and careful enquiry.

⁽⁶³⁾ (10) With respect to section Chapter ZZZ, the prospectus sets out a forecast for the financial years 20XX-1-20XX. We have read this information and refer to our report included in Chapter ZZZ, related to the methodology used for the business plan 20XX-1 - 20XX.

[Auditor]

[Auditor]

10.2. Vragenlijsten voor de interviews met bevoorrechte getuigen

10.2.1. Voor de bedrijfsrevisor

- 1) In welke mate bent u vertrouwd met het prospectus van een onderneming?
- 2) Kan u de wettelijke prospectusvereisten bondig samenvatten?
- 3) Hoeveel prospectuscontroles heeft u reeds uitgevoerd?
- 4) Bij welke onderneming(en) heeft u deze prospectuscontroles uitgevoerd?
- 5) Bent u ook de vaste commissaris van deze onderneming(en)?
- 6) Hoe verloopt de samenwerking met de Ondernemingsraad bij de controle van het prospectus?
- 7) Welke aandachtspunten zijn van essentieel belang bij de controle van het prospectus?
- 8) Welke tekortkomingen aan het prospectus worden er regelmatig vastgesteld?

10.2.2. Voor de Underwriter

- 1) In welke mate bent u vertrouwd met het prospectus van een onderneming?
- 2) Welke IPO's en/of kapitaalverhogingen heeft u reeds begeleid?
- 3) Hoe verliep de samenwerking met het financiële departement van de emitterende onderneming(en)?
- 4) Hoe verliep de samenwerking met de bedrijfsrevisor(en) van de emitterende onderneming(en)?
- 5) Hoe verliep de samenwerking met de FSMA?
- 6) Welke aandachtspunten zijn van essentieel belang bij de uitgifte van het prospectus?

10.2.3. Voor de juridisch adviseurs

- 1) In welke mate bent u vertrouwd met het prospectus van een onderneming? Implementatie van de wetgeving...?
- 2) Welke IPO's en/of kapitaalverhogingen heeft u reeds begeleid?
- 3) Hoe verliep de samenwerking met het financiële departement van de emitterende onderneming(en)?
- 4) Hoe verliep de samenwerking met de bedrijfsrevisor(en) van de emitterende onderneming(en)?
- 5) Hoe verliep de samenwerking met de FSMA?
- 6) Hoe verliep de samenwerking met de begeleidende bank?
- 7) Welke zijn problemen die zich kunnen voordoen bij het samenwerken en overleg met de andere betrokken actoren?

10.3.3. Voor de CFO van Befimmo

- 1) Hoe verloopt de procedure (voorbereidings- en admissionperiode) bij een openbare effectenaanbieding bij Befimmo? Wat is hierin de functie van het Auditcomité en het financieel departement?
- 2) Hoe verloopt de samenwerking met de andere betrokken actoren?
- 3) Welk advies gaf/geeft de bedrijfsrevisor?
- 4) Wat zijn of zouden mogelijke remmingen of problemen zijn bij een openbare effectenaanbieding?
- 5) Doken er, omwille van de financiële crisis, extra moeilijkheden op om bijvoorbeeld de risicofactoren te bepalen die in het prospectus moeten staan?
- 6) In het prospectus worden naast een korte omschrijving van Befimmo Comm. V.A. ook de belangrijke contracten, diensten, beheers- en leidinggevende organen, coporate governance, ..etc. omschreven. Is dit gedaan als eigen beslissing of op aanraden van de adviseurs en is deze info werkelijk noodzakelijk opdat de beleggers overtuigd worden te investeren?

10.3. Interviews

10.3.1. Interview Nico Houthaeve

Interview met Nico Houthaeve, bedrijfsrevisor bij Deloitte te Diegem op woensdag 6 oktober 2010.

Nico Houthaeve legt de rol van de bedrijfsrevisor uit in functie van het opstellen van het prospectus. Zelf is hij al betrokken geweest bij een aantal prominente beursgangen en kapitaalverhogingen. Het is het management van de emitterende instelling die het prospectus opstelt. Een slechte prospectus zal niet tot een IPO leiden. De bank als Underwriter die het hele proces begeleidt, prijst de aandelen aan bij het grote publiek. Indien het 'slechte' aandelen betreft, zullen de investeerders de bank voor de rechtbank dagen. Daarom vraagt de bank aan de bedrijfsrevisoren om verantwoording af te leggen over de in het prospectus opgenomen informatie. Het is belangrijk 'clean' working capital statement te kunnen geven. Regels hieromtrent zijn echter nog niet opgenoemen in de leidraad voor de bedrijfsrevisoren.

10.3.2. Interview Peter D'Hondt

Interview met Peter D'Hondt, PWC Antwerpen, 13 oktober 2010

Peter D'Hondt werkte eerst in België en daarna in San Jose in Californië. Daar was hij als auditmanager verantwoordelijk voor de auditwerkzaamheden bij een internationaal farmaconcern in de Westelijke regio van de VS. Daarnaast was Peter betrokken bij de audit van verschillende biotechondernemingen en bij beursintroductions op NASDAQ. In juni 2002 keerde Peter terug naar PwC België als senior manager - en later director - binnen de Global Capital Markets Group (GCMG). In deze positie gaf hij ondernemingen advies bij kapitaalmarkttransacties, waaronder beursintroductions en bond offerings. Peter adviseerde ook tal van bedrijven bij de toepassing van IFRS en US GAAP (pwc.be).

Eerst bespreken we de Europese en nationale Prospectuswetgeving. In de Wet van 16 juni 2006 wordt de Europese Verordening geïmplementeerd in de Belgische wetgeving. In 2007 werd een tweetalig seminarie gegeven over deze wet. Sprekers waren S. Bogaerts, Bénédicte Clerckx, Peter D'Hondt, J-M. Gollier, Lars Van Bever, Koen Vanderheyden.

Peter D'Hondt legt verder een aantal belangrijke topics met betrekking tot de controleverslagen van prospectussen uit:

- *De 'complex financial histories' leidden tot een wijziging van de Prospectusverordening: bv. ARSEUS: leverancier van medische apparatuur en deel van de groep Omega Pharma.
- *Pro forma info geeft de effecten na de kapitaalverhoging, men gaat doen alsof de groep al bestond.
- *Umicore (zinkbusiness) en een Australische concurrent gingen fusioneren tot Nyrstar. De fusie én de beursgang van Nyrstar was gelijktijdig. Er waren dus 'combined financial statements' nodig.

De rol van de bedrijfsrevisor bestaat uit drie grote luiken:

- 1) Publieke rapportering: over de financieel historische informatie, de winstprognoses, pro forma en tussentijdse informatie
- 2) Adviseur van de cliënt over de wetgeving. Advocaat, bank en bedrijfsrevisor: overlappende rol
- 3) Private rapportering tussen de bedrijfsrevisor en de cliënt en tussen de bedrijfsrevisor en de bank

De leidraad van het ICCI vermeldt géén verplichting tot verklaring van een clean working capital statement. Het is echter nodig om zekerheid te hebben dat de onderneming een clean working capital statement doet - zonder dat men er vanuit gaat dat de kapitaalverhoging zal doorgaan. De bankiers 'eisen' van de bedrijfsrevisor een verslag over het working capital als comfort. In de UK is dit wel bij wet verplicht (bron). De bedrijfsrevisor levert hier dan een 'long form rapport' af.

Er is nog veel discussie gaande omtrent het working capital statement en er is nood aan duidelijke richtlijnen hieromtrent. De leidraad is een 'Established practice': het is nog steeds een leidraad, het is niet bij wet verplicht maar het wordt toch door alle bedrijfsrevisoren opgevolgd. Er is veel spiegeling aan de Angel Saksische landen, deze hebben doorgaans eerder de Europese richtlijnen in nationale wetgeving geïmplementeerd. Telenet ging naar de beurs op 5 oktober 2005, dus voordat de Prospectussen in België van toepassing was. Telenet heeft zich toch reeds op de nieuwe Prospectusrichtlijn gebaseerd. Hierin was België een 'good case practice'.

Verdere interessante topics zijn:

- De bank heeft een 'due diligence obligation' als Underwriter.
- Liability cap van de bedrijfsrevisor. Stel dat er loopt iets fout en de bankier moet voor de rechter verschijnen. De bedrijfsrevisor zal dan niet aangeklaagd worden over iets dat achteraf fout ging

bij de kapitaal verhoging. Wanneer er wel een fout opzet is van de bedrijfsrevisor zal diens aansprakelijkheid beperkt worden tot 3 miljoen euro bij kleine ondernemingen en 12 miljoen euro bij grote ondernemingen.

- De niet-geauditeerde info: deze mag niet inconsistent zijn met de reeds geauditeerde info.
- Significante veranderingen sinds de laatste ge-auditeerde info kunnen zijn: een stijging of daling in de winst voor belastingen of in de omzet, een verandering in de schuldpositie... enz. De bedrijfsrevisor moet verklaren waarom deze verandering er is. Er is echter maar een zeer kleine kans dat de bank hierover nog niets wist!
- Internationale richtlijnen:
 - * AICBA: SAS 72: over 'wat doet een bedrijfsrevisor bij het uitgeven van een Comfort Letter'
 - * ICMA

Peter D'Hondt heeft ongeveer 10 prospectusnazichten gedaan: Telenet (2), Ablynx (2), Movetis, Nyrstar, ARSEUS, Ban Immo (2). Hij was nooit de vaste commissaris. Daar hij in het verleden in de VS heeft gewerkt, treedt hij vaak op als adviseur wanneer er transacties met de VS zijn. Er is op bij na dagelijkse basis communicatie met het financiële departement van de emitterende instelling.

Wanneer een onderneming een kapitaalverhoging wil doen, zal deze eerst met zijn eigen bedrijfsrevisor gaan praten en later pas met de bank, want de revisor is onafhankelijk en dus objectiever. De bank zal de kans om een kapitaalverhoging of een IPO te begeleiden niet snel laten schieten en is dus minder objectief.

Tenslotte geeft dhr D'Hondt raadt voor de analyse van de prospectussen: Filter de lijst op ondernemingen, genoteerd op de gereguleerde, Belgische markt. Ook obligatie-uitgiftes van banken kan men best wegfilteren.

10.3.3. Interview Piet Hemschoote

Telefonisch interview met Piet Hemschoote (Ernst & Young) op 22 oktober 2010

Piet Hemschoote is Leader IPO Belgium binnen Ernst & Young. Hij heeft IPO's en kapitaalverhogingen overal ter wereld begeleid en is betrokken bij de IPO's van zowat alle grote Belgische bedrijven (Bel 20). Hij is geen vaste commissaris om wille van de risk management procedure van de BIG Four. Als bedrijfsrevisor heeft hij bij een transactie dagelijks contact met het

juristisch departement van de emittent. Er zijn verschillende workstreams (prospectus, retail offering,..) en er worden subverantwoordelijken en senior managers aangesteld, voor iedere specifieke workstream. Voor grote transacties verloopt de communicatie meer formeel, onder andere met de CEO en de Underwriter.

Wat betreft de prospectusaansprakelijkheid weet Piet Hemschootte het volgende te vertellen: De potentiële investeerders moeten voldoende geïnformeerd zijn. De verantwoordelijkheid hiervoor ligt bij de onderneming en de bank, die haar due diligence moet naleven. Een negatieve trend of de schuldgraad moet correct omschreven worden. Veel prospectussen worden niet eens gelezen door de particuliere belegger. Ze bekijken enkel de informatie die door de bank in een brochure gezet wordt. Deze reclame is dan ook onderworpen aan een controle door de FSMA.

Vervolgens pikken we in op de discussie rond het Working Capital Statement tussen banken en bedrijfsrevisoren. Het Working Capital Statement (zoals bij wet verplicht in de Prospectusrichtlijn) wordt door de bedrijfsrevisor beoordeeld in een 'private report'. Banken vragen om bijkomende assurantie.

Er zijn vaak moeilijkheden bij het voorzien van een 'clean' Working Capital Statement. De grote auditkantoren hanteren daarom een interne regel, namelijk dat de onderneming een periode van 18 maanden krijgt om te financieren (maar zal de bank wel een lening toekennen?). Dit proces is voldoende robuust. De bedrijfsrevisor geeft een opinie over het gehanteerde proces van budgettering of financiering, hij verklaart niet rechtstreeks 'het Working Capital Statement is goed/niet goed'. Over 10 à 12 maanden zal er een leidraad klaar zijn over het Working Capital statement. Nu fungeren de grote kantoren als adviseur van de kleine kantoren.

10.3.4. Interview Gert Vanhees

Telefonisch interview op 10 december 2010 met Gert Vanhees van Deloitte

Gert Vanhees en Kurt Dehoorne doen de Public Offering opdrachten bij Deloitte. Ze worden bijgestaan door een deskundige van de 'Capital Markets' section. Ze hebben reeds 12 tot 13 IPO's begeleid waaronder Galapagos (in 2005) en een tachtigtal kapitaalverhogingen. Wanneer men op zoek gaat naar internationale investeerders moet men ook aan hun verwachtingen voldoen en dus audits van hoge kwaliteit verzorgen.

In België vinden er niet zoveel transacties plaats. Op de website van Deloitte vinden we het Transparantierapport. Hierin worden de wettelijke en organisatorische structuur, het Deloitte Touche Tohmatsu netwerk, de beheersstructuur van het Bedrijfsrevisorenkantoor en het intern kwaliteitsbeheersingssysteem uiteengezet. Deloitte doet de auditering van de helft van de Bel 20 bedrijven. Ze kijken vanuit het perspectief van de klant (historisch financiële actie). Ze verlenen advies en ze gaan pas een auditdossier aan indien hierin zowel voor hun klant als voor Deloitte zelf een opportuniteit in zit. Ze doen vooraf een risico-analyse. Op het einde volgt er een quality review om steeds te kunnen verbeteren. Ze zoeken mensen met de juiste competenties.

Bij het IBR is er een werkgroep van bedrijfsrevisoren over prospectussen; De normen van het IBR zeggen echter niets over het prospectus, enkel dat de bedrijfsrevisor de limieten inzake aansprakelijkheid naleeft. De leidraad van het ICCI over het prospectus is in gezamenlijk overleg van de Big Four opgesteld.

Ten tweede bespraken we de samenwerking met de onderneming. Het is een zeer hectisch proces: de ondernemingen zijn dit niet gewoon. Er is een voorbereidingsperiode van 6-12 maanden om de zwakheden eruit te halen en een admission periode van 3-4 maanden. Deze laatste fase is zéér druk, zowel voor de onderneming als voor alle andere betrokken actoren.

Er wordt samengewerkt met het financial & legal management: de jurist, de CFO en de algemene directie, investors relations, contacten met de FSMA en met de accountants, de bedrijfsrevisoren, de drukker van het prospectus, de advocaten..alles afhankelijk van de complexiteit van de transactie. Deloitte Belgium consulteert bij Deloitte Londen (UK). Dezen waren het al langer gewoon om grote, internationale transacties, bijvoorbeeld met Chinezen, te doen. Ze consulteerden ook al voor de Belgische Prospectus Wet van 16 juni 2006. De Europese Prospectusrichtlijn is geïnspireerd op basis van de bestaande wetgeving in de lidstaten: in de UK was deze het meest robuust. Men ging aligneren met hoe de UK firm zich zou gedragen in een transactie. Deloitte heeft tevens twee advocaten in Diegem. Zij verlenen advies over de liability en de Comfort Letters.

De Prospectusverordening bespreekt zoals reeds eerder vermeld een aantal building blocks die moeten worden beargumenteerd in de Comfort Letters van de bedrijfsrevisor.

Wat is nu het nut van Comfort Letters? De banken hebben hun due diligence, zij moeten verificaties uitvoeren. Zij kunnen zich voor een stuk ervan vergewissen dat er géén fouten staan in het prospectus aan de hand van de Comfort Letter als bewijsstuk.

Er zijn een aantal soorten Comfort Letters. In de UK zijn er méér dan in de rest van Europa.

1. De Significant Change Comfort Letter (private rapportering): over de significante veranderingen die zouden kunnen hebben plaats gevonden tussen de datum van de laatste jaarrekening en de datum van het prospectus. In de Comfort Letter verklaart de bedrijfsrevisor dat er géén andere significante veranderingen hebben plaatsgevonden dan die, vermeld in het prospectus.
2. De Working Capital Statement Comfort Letter (private rapportering). Zowel in 'short form' als in 'long form'. Deze gaat over de toekomst. Belangrijk hier is het verlenen van transparantie: is er nog voldoende Working Capital voor de komende twaalf maanden? Indien dat niet het geval is, dan wil de FSMA dat de structuur van de aanbieding aangepast wordt.
3. De Profit forecast Comfort Letter (publieke rapportering) wordt opgelegd door de Prospectusrichtlijn en gaat over de rendabiliteit. De Statements over eerdere winstvoorspellingen moeten geupdated worden. Deze Comfort Letter bestaat ook in 'short' en 'long' form. De 'short form' gaat over het aftasten van hoe robuust/ aannemelijk het prospectus is. De 'long form' is meer omstandiger. Men gaat na (balans-, Cash Flow- en resultaatgewijs) of het een goed ingeburgerd proces is of gewoon een blaadje papier. De bedrijfsrevisor laat zich niet in met de informatie die de onderneming hem geeft, hij gaat ervan uit dat deze correct is.
4. De pro forma Comfort Letter vermeldt hoe na een grote significante verandering de financiële rapportering er zou hebben uit gezien, moet de transactie aan het begin van de periode hebben plaatsgevonden. Deze Comfort Letter is een 'short form' Comfort Letter. De Pro Forma maakt gebruik van historische informatie. Hoe gaat de bedrijfsrevisor hierbij te werk? Hij past de volgende methode toe: twee balansen en twee resultatenrekeningen opstellen en optellen. Eén oude en één nieuwe, alsof de transactie al zou hebben plaatsgevonden op 1 januari van het jaar.
5. De Tax Comfort Letter. Hiermee gaat men aan de investeerders toelichten wat de fiscale behandeling zou zijn van hun dividenden, zij het dat deze worden uitgekeerd op EURONEXT, in Zwitserland,..enz. De informatie moet volledig en accuraat zijn.

In het buitenland zijn er nog een aantal andere Comfort Letters.

10.3.5. Interview Jan Peeters

Interview met Jan Peeters en Kristof Michiels, advocaten bij Stibbe. Brussel, 26 november 2010

Jan Peeters concentreert zich op kapitaalmarktoperaties (beursintroductions, openbare overnameboden, public-to-private transacties en privatiseringen), corporate finance, risicokapitaal, fusies en overnames en de reglementering van financiële diensten (stibbe.be). Stibbe is advocaat zowel bij banken als bij ondernemingen, maar niet in dezelfde IPO-transactie natuurlijk. Jan Peeters schreef talrijke publicaties over vennootschapsrecht en reglementering van financiële diensten zoals de doctrine over de prospectusplicht in de Prospectuswet van 16 juni 2006.

Hij vermeldt om te beginnen dat bij openbare overnameaanbiedingen spelen bedrijfsrevisoren minder mee dan bij openbare aanbiedingen. Ze geven wel nog opinies over de biedprijs en de toepassing van de IFRS regels.

Ze hebben onlangs OIM naar de beurs begeleid. OIM is een Engelse onderneming, die eerst op de NASDAQ genoteerd was maar de overstap naar EURONEXT gemaakt heeft. De engelse autoriteit is dan bevoegd voor de prospectuscontrole. De FSMA verleende het paspoort voor het vrije verkeer van het prospectus binnen de EU. De bedrijfsrevisoren van BDO (in Gent) hebben toen de transfer naar IFRS begeleid.

Een aantal andere cliënten:

- 1) Montea, een vastgoedbevak, die ook genoteerd is in Parijs.
- 2) Tigenix deed een IPO in 2007, tweede ronde in 2008 en kapitaalverhoging in 2009.
- 3) Alfacam met als Underwriter KBC
- 4) Spin Offs in de medische sector: Transics (in 2007), Trombogenics, Oncomethylone Sciences
- 5) Quest for Growth deed als eerste een kapitaalverhoging na invoering van de Prospectusrichtlijn (2003). Ze wilden ook de niet-uitgeoefende voorkeurrechten als scrips veilen, maar Stibbe heeft dit voorkomen.

Vervolgens bespreken we de wettelijke opdracht van de bedrijfsrevisor (WET op REVISORAAT van 1954) versus de wettelijke aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor in het Wetboek van Vennootschappen. Het Wetboek van Vennootschappen handelt over de vergoeding van de wettelijke opdracht van de bedrijfsrevisor.

Om dieper in te gaan op de prospectusaansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor, gaf dhr. Peeters een aan tal te onderzoeken topics op:

- I. Geldt de liability cap van 12 miljoen euro ook bij een IPO transactie?
- II. Wat zijn de werkzaamheden van een bedrijfsrevisor: eerst algemeen, daarna in functie van het opstellen van het prospectus? Wanneer heeft een bedrijfsrevisor een fout begaan? Aanspreken van de bedrijfsrevisor over zijn opinie over Working Capital Statement, business plan, zijn auditing, de IFRS restatement,...
- III. Wanneer is een bedrijfsrevisor dus aansprakelijk? Hoe kan een bedrijfsrevisor aansprakelijk gesteld worden? Buiten-contractueel: bijvoorbeeld: hoe zou een redelijke bedrijfsrevisor het Working Capital Statement beoordelen? De bedrijfsrevisoren nemen een verzekering om zich in te dekken tegen het gedeelte dat niet wettelijk beperkt is. Kijk wat er gebeurd is bij L&H: de onderneming was failliet gegaan en de gedupeerde aandeelhouders gaan ook de banken en de bedrijfsrevisoren aanspreken om hun geld terug te vorderen, want dezen 'hadden moeten weten dat L&H in slechte papieren was'. Zoals gekend werden de bedrijfsrevisoren vrijgesproken van alle beschuldigingen.
- IV. Wat zijn de specifieke taken en de na te leven normen van de bedrijfsrevisor?
- V. Mag de bedrijfsrevisor zich beperken tot opinies of moet hij een meer diepgaande analyse geven?
- VI. De bedrijfsrevisor wil zijn aansprakelijkheid contractueel beperken. Wat is de draagwijdte van de wettelijke aansprakelijkheid? In welke mate is de liability cap van 12 miljoen euro van toepassing op de taken van de bedrijfsrevisor?

10.3.5. Interview Nico Goossens

Interview met Nico Goossens, Linklaters, Antwerpen, 12 november 2010

Nico Goossens is advocaat bij verschillende ondernemingen en is gespecialiseerd in operaties in de kapitaalmarkten (IPO's, SPO's, openbare overnameaanbiedingen en publieke naar private transacties), corporate finance, venter capital en private equatie, fusies en overnames en wetgevingen op gebeide van financiële diensten. Hij heeft zeer veel ervaring in de regulering van kredietinstellingen en investeringsbanken in België (linklaters.com). De laatste twee jaar heeft hij de openbare aanbiedingen van Agfa Gevaert, Option, Exmar en Deceuninck begeleidt.

Buiten het noteringsprospectus is er ook het overnameprospectus. Ze komen beide voor in de Prospectusrichtlijn. Het noteringsprospectus wordt beschreven in de wet van 16 juni 2006 en het overnameprospectus wordt behandeld in de wet van 1 april 2007. Bij de laatste is de rol van de bedrijfsrevisor meer beperkt. Bij de FSMA zijn er twee verschillende diensten onder de koepel van

het Toezicht op de financiële diensten: een voor het biedprospectus en een voor het overnameprospectus.

Nico Goossens beschrijft de rol van de advocaat bij de openbare (overname)aanbieding. De advocaat houdt zich bezig met een aantal bijzondere opdrachten. Verder worden er een aantal tijdslijnen uitgezet: enerzijds een tijdlijn met de juridische acties en anderzijds een tijdlijn met de financiële actie. De advocaat verifieert ook de kwartaal- en jaarinfo en leest alle verslagen en documenten die verband houden met de kapitaalverhoging na: de verslagen van de Raad van Bestuur, de juridische due diligence en geeft een juridische opinie over de correctheid van de structuur van de kapitaalverhoging.

Vervolgens bespreekt hij het 'Project Apple' van Agfa Gevaert. Eerst is er de voorstelling van de kapitaalverhoging. Daarna wordt het bankensyndicaat samengesteld. Zij doen de inschrijvingen op de kapitaalverhoging. Bij soft underwriting (enkel in geval van uitgifte van nieuwe aandelen) schrijven de banken in ieder geval in (ook wanneer er geen enkele andere investeerder is). Bij hard underwriting schrijven de banken enkel in op de resterende aandelen indien er voor een deel van de aandelen investeerders gevonden zijn. Deze gevallen komen volgens Marnix Verplancke echter niet vaak voor want er wordt doorgaans voor 200% op de aandelen ingeschreven dus is het niet nodig dat de banken zelf ook inschrijven op de aandelen.

Bij de Kick Off meeting stelt de emittent de openbare (overname)aanbieding voor, samen met de tijdslijnen en de 'sleutelstukken'. De belangrijkste mijlpaal is de goedkeuring van het prospectus door de FSMA.

Er wordt intensief samengewerkt: er wordt een Steering Committee, bestaande uit de bedrijfsrevisor, de advocaat, de CFO van de emittent en de bankier samengesteld. Verder zijn er aparte workstreams:

- Due diligence onderzoek
- Het prospectus
- De marketing

Er worden bij een IPO gemengde prospectussen opgesteld, bestaande uit het registratie-, noterings-, en het biedprospectus. Bij de kapitaalverhoging is enkel het biedprospectus nodig.

Er moeten verschillende documenten worden opgesteld, met name:

- De 'engagement letter' tussen de emittent en de begeleidende bank(en);

- Underwriting agreement: vermeldt hoeveel aandelen er aan welke prijs zullen worden uitgegeven;
- Het prospectus;
- De Comfort Letters van de bedrijfsrevisor;
- Een aantal opinies van de advocaat van de emittent.

Niet onbelangrijk zijn de risico's van een beursintroduktie. Wat kan er zoal fout gaan bij een aandelenuitgifte? Vooral bij een IPO kunnen er problemen rijzen, doordat er geen voorgeschiedenis (track record) is, men weet dus niet of er wel vraag van de investeerders naar deze nieuwe aandelen is. Wanneer de onderneming in slechte cijfers zit, zullen de banken evenmin een aandelenemissie willen begeleiden. Verder kampen KMO's met een tekort aan middelen en kennis van de IFRS (International Financial Reporting Standards). Ook externe factoren kunnen een negatieve invloed uitoefenen, bijvoorbeeld de financiële crisis waarbij de kapitaalmarkten ineensinken.

Investeerders zijn over het algemeen meer geïnteresseerd in nieuwe aandelen dan in de verkoop van bestaande aandelen. Bij de uitgifte van nieuwe aandelen gaat het kapitaal rechtstreeks naar de onderneming terwijl bij de uitgifte van bestaande aandelen er aandeelhouders zijn die zich van hun aandelen willen ontdoen, om welke reden dan ook. Zo was de beursgang van Taminco mislukt, door de uitgifte van bestaande aandelen in een moeilijke markt. Door een gebrek aan belangstelling werd de beursgang op het laatste ogenblik afgeblazen. Verder waren er problemen bij de SPO's bij Option en Deceuninck, wanneer de ondernemingen niet aan hun vooraf opgelegde maatstaven kunnen voldoen. Een kapitaalverhoging binnen het toegestaan kapitaal kan enkel binnen de fractiewaarde. Deze fractiewaarde daalt bij een slechte markt.

Wat betreft de samenwerking met de FSMA vertelt dhr. Goossens het volgende. Er vindt een 'courtesy visit' plaats: hierbij wordt het plan en de timing voorgesteld en aan de FSMA gevraagd of ze binnen de opgestelde tijdslimiet het prospectus kunnen goedkeuren. Het antwoord van de FSMA is hierop meestal: 'Dat hangt af van de kwaliteit van het prospectus'. De bedoeling is een constructieve dialoog op te zetten, waarbij de bedrijfsrevisor en de advocaat hierbij de nodige financiële en juridische uitleg geven.

Als afsluiter passeren er nog enkele interessante, te onderzoeken topics de revue:

De banken willen indekking van het risico adhv Comfort Letters. Bij faillissement van de emittent vragen de aandeelhouders hun geld terug aan de Underwriters. Deze laatsten kunnen dan, in geval van vermoeden van een fout door de bedrijfsrevisor, diens Comfort Letter als bewijs gebruiken en

de aansprakelijkheid naar hen doorschuiven. Zoals reeds geweten is er nog een grote Discussie rond het Working Capital Statement tussen bedrijfsrevisoren en banken.

Het maken van een vergelijking met de Amerikaanse Auditstandaarden in functie van het prospectus, zoals SAS 72, is zeker en vast de moeite waard.

Volgens de wet is de liability cap van de bedrijfsrevisor beperkt tot 12 miljoen euro. Maar vele transacties gaan tot honderden miljoenen euro's. Hoe moet het overige bedrag gedekt worden?

10.3.6. Interview Marnix Verplancke

Interview met Marnix Verplancke, Corporate Finance Manager KBC Securities, 4 november 2011

Niet onbelangrijk, wordt er eerst even een korte introductie gegeven over KBC Securities, het 'EQUITY HOUSE' van de KBC Groep. KBC Securities is werkzaam in zowel de markt van institutionele beleggers als van de 'retail'⁶⁴ beleggers. Ze geven strategisch en financieel advies, samen met kapitaalmarkttoplossingen voor zowel private als beursgenoteerde bedrijven. Marnix Verplancke is Executive Director Legal bij KBC Securities. Marnix is de persoon langs de kant van KBC Securities die ervoor zorgt dat de bank geen ongeoorloofde risico's neemt bij een bepaalde transactie. In dat kader is hij ook diegene die met de bedrijfsrevisor in contact treedt in verband met de Comfort Letters.

Aan de hand van 'Referenties in Corporate Finance - Capital Markets (Belgium)', een brochure gemaakt door KBC Securities, bespraken we het overzicht van recente (van april 2007 tot en met oktober 2010) IPO's en kapitaalverhogingstransacties (van meer dan 5 miljoen euro) op de NYSE Euronext Brussels (Eurolist) waarin een Belgisch EQUITY huis betrokken was. KBC Securities was bij 30 van de 40 transacties betrokken. Marnix Verplancke was adviseur in elk van deze transacties. 11 keer was KBCS (Joint) Bookrunner, 10 keer Joint Global Coördinator, 4 keer Co-Lead Manager, 11 keer (Joint) Lead Manager, 1 keer de Financial Adviseer en 1 keer de Selling Agent.

Op de kaft van een prospectus staan de logo's van het bedrijf en de Underwriters. Deze Underwriters hebben verschillende rollen. Bij de grote kapitaalverhogingen (van meer dan 5 miljoen euro) zijn meestal meerdere Underwriters bij betrokken.

⁶⁴ Retail beleggers zijn de grote bedrijven en KMO's die aandelen van andere bedrijven kopen.

De heer Verplancke legt de rol uit van de leden van de Underwritersgroep of het bankensyndicaat. Ten eerste is er de Joint Global Coördinator. Deze heeft de algemene leiding en coördineert de gehele transactie. KBC Securities heeft reeds een goede reputatie opgebouwd als Joint Global Coördinator. Ten tweede is er de (Joint) Bookrunner. Deze stelt het orderboek samen en bepaalt de uitgifteprijs. De vraag naar aandelen is doorgaans twee maal zo groot als het aanbod, of met andere woorden er is een overinschrijving van 200%. Deze grote belangstelling is goed voor de Underwriter en de onderneming. De beleggers zelf zullen het daarentegen moeten stellen met de aan hun toegewezen aandelen. Ten derde is er de (Joint) Lead Manager. Deze 'verwerkt' 20% van de orders. Ten vierde is er de Co-Lead Manager. Deze 'verwerkt' 10 tot 15% van de orders en de Co-Manager 'verwerkt' 5% van de orders. Tenslotte is er de Selling Agent.

Het is belangrijk eerst de motieven van een bedrijf om een IPO door te voeren onder de loep te nemen. Het bedrijf wil zijn groei financieren,..... enz. Een beursgenoteerd bedrijf komt ook meer in de kijker te staan, dus dit is deels ook een marketingcampagne. Het personeel kan ook meer gemotiveerd zijn bij het verwerven van stock options of andere beloningsplannen. Hoofdrede voor een IPO is dat een bedrijf later nog haar aandelenkapitaal kan verhogen via de kapitaalmarkten, waarbij de financiële flexibiliteit behouden blijft. Ook de aandeelhouders hebben voordelen bij een beursgang. De liquiditeit wordt verhoogd, het maakt het mogelijk de prestaties van een bedrijf met de prestaties van een ander bedrijf te vergelijken aan de hand van de beurskoers. Beursgenoteerde bedrijven kunnen bovendien ook beter gewaardeerd worden dan private bedrijven en ten slotte kan het aandelenkapitaal over een meer divers publiek (in termen van geografische verdeling, grootte, kwaliteit,..) verspreid worden.

Aan de andere kant leidt een IPO ook tot verplichtingen voor het bedrijf. Hoe een IPO succesvol volbrengen? De juiste keuze van een Lead Manager speelt hierbij een cruciale rol. De emittent moet weten dat er voor de prijszetting van haar aandelen verschillende methodologieën en aanbiedingskenmerken zijn; dat de plaatsing enorm belangrijk is: de Underwriter moet kwalitatief goede investeerders aantrekken; de distributiecapaciteit moet bepaald worden en tenslotte hangt ook veel af van het marketingproces van de IPO: het aandacht trekken van de investeerders, de pre-marketing en de roadshows.

Hierop volgende gaat de heer Verplancke dieper in op de rol van de Joint Global Coördinator of Lead Manager. Deze is vooral tijdens de pre-IPO en de IPO fase betrokken en doet de opvolging in de post-IPO fase. Tijdens het IPO proces is het de taak van de Lead Manager om ondersteuning te bieden gedurende alle fases van de transactie:

- opzetten van het aanbod;
- due diligence;
- ondersteuning in het voorbereiden van het prospectus;

- een indicatieve waardering van de aandelen geven voor het management;
- samenwerken met de FSMA, SE autoriteiten, Depositoren;
- aanbevelen van en het organiseren van een gepast syndicaat;
- coördinatie van de 'offer marketing';
- coördinatie van Public Relations;
- coördinatie van de voorbereiding en publicatie van de onderzoeksnota's;
- organisatie van de Roadshows;
- bookbuilding – bookrunning;
- adviseren over de uitgifteprijs en de finale toewijzing;
- settlement underwriting;
- settlement van de transacties

Tussen de bank en de onderneming zijn er heel wat punten van discussie over de uitgifteprijs. Voor de rest verloopt de samenwerking meestal zeer goed. De bank staat eerder tussen het bedrijf en de markt. De bank en het bedrijf hebben wel elk hun eigen advocaat die hun eigen belangen verdedigt. Er is een intense samenwerking tussen alle actoren: dagelijks zijn er van elke actor constant zo'n twee personen met de transactie bezig. Ook het management van de emittent is zeer intensief met de IPO of kapitaalverhoging bezig, waardoor het dagelijks bestuur van het bedrijf al eens van het voorplan verdwijnt. Er zijn echter vaak discussies tussen bedrijfsrevisoren en de FSMA. Beiden zijn IFRS geschoold en toch er onenigheden bestaan over bijvoorbeeld accounting regels, vastgoedbevaks enz. De FSMA zal echter altijd het laatste woord hebben, maar zal nooit onredelijk handelen. Om de IPO of kapitaalverhoging waaraan maanden lang intensief voorbereid is, toch te kunnen laten doorgaan, zullen de banken en bedrijfsrevisoren uiteindelijk hun meerdere erkennen in de FSMA en de discussie stoppen.

Verder zijn er, zoals bij de waardering van een onderneming, nog een aantal deskundigen betrokken: vastgoeddeskundigen, milieudeskundigen, Intellectueel Proportie deskundigen enz.

Om de rol van de Underwriter te situeren tussen de rol van de andere betrokken actoren, bespreken we de due diligence eis. De bank wil zo vele mogelijk risico's en onzekerheden vermijden door een diepgaand onderzoek van de kandidaat-emittent en haar omgeving. Er zijn drie soorten due diligence:

- 1) Business due diligence die in het business plan van de onderneming staat: het betreft de situering van de positie van het bedrijf in de markt. Dit wordt beschreven door de bank;
- 2) Financiële due diligence door de auditor is eerder cijfermatig;
- 3) Legal due diligence

Qua auditkantoren worden voor kapitaalverhogingen en IPO's meestal de Big Four aangeschreven en een aantal gerenommeerde advocatenkantoren: Linklaters, Stibbe, Eubelius, DLA Piper,... Ook de 'Golden cirkel' genoemd. De bedrijfsrevisor levert in de Comfort Letter een 'negative assurance' over het boekjaar van het afgelopen jaar, met als verklaring dat er zich geen materiële of wezenlijk negatieve veranderingen hebben voorgedaan.

De heer Verplancke weet te vertellen hoe de bedrijfsrevisor te werk gaat bij het doornemen van het ontwerp-prospectus. Hij zal namelijk op basis hiervan zijn publieke verslagen en Comfort Letters opstellen. Bij het lezen van het prospectus omcirkelt de bedrijfsrevisor alle cijfers. Deze cijfers krijgen elk een letter, dit noemt men in vaktermen 'circling'. De A staat voor cijfers die rechtstreeks uit de jaarrekening komen. De B staat voor cijfers die ontstaan zijn uit een berekening bestaande uit de cijfers van de onderliggende jaarrekening. C staat voor cijfers die te herleiden zijn uit de audit en D staat tenslotte voor variaties op en percentages van cijfers die niet uit de jaarrekening komen. Naarmate men in het alfabet vordert neemt de nood aan 'comfort' toe.

Het due diligence onderzoek en de 'comfort' zijn zoals reeds gezegd erg belangrijk voor de Underwriter(s). Het is dan ook even de moeite om te bespreken waarom er ook een verslag van de bedrijfsrevisor over het Working Capital Statement gevraagd wordt. Het Working Capital Statement geeft een verklaring over de continuïteit van de onderneming. Wettelijk moet er werkkapitaal zijn voor 12 maanden, maar de grote auditkantoren vragen 18 tot 24 maanden werkkapitaal. Dit is pre-money, dat wil zeggen dat het geen rekening houdt met het opgehaalde bedrag. Indien een onderneming géén clean working capital statement kan afleveren, moet men wel vooruitzichten geven: hoeveel heeft men nog nodig en in welke termijn? Deze vooruitzichten moeten gebaseerd zijn op de jaarrekening en het verslag van de bedrijfsrevisor. Dit wordt voorgeschreven door de Prospectusverordening 809/2004. Het is de taak van de bedrijfsrevisor om het tekort aan werkkapitaal te alarmeren en te zeggen aan het management dat er iets aan gedaan moet worden. De Underwriters vragen dat het Working Capital Statement op redelijke criteria gebaseerd is. Zoals blijkt uit de interviews met de andere experts is het nodig dat er goed overlegd wordt tussen het bedrijfsrevisoreninstituut en de andere betrokken actoren en hieruit een aantal gepubliceerde normen uit voortvloeien.

Verder is er de aanhoudende discussie over de aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor. Bij beursgenoteerde bedrijven is dit 12 miljoen euro en bij niet beursgenoteerde bedrijven is dit 3 miljoen euro. De Comfort Letter wordt gezien als een 'natuurlijk verlengde van de wettelijke opdracht'. Emittent en Underwriter(s) zijn vragende partij voor een opheffing van deze beperking.

Ook bespreken we het verdere verloop van het finaliseren van het prospectus. Wanneer het prospectus af is, wordt het naar de FSMA gestuurd. Na deze eerste 'filing' stelt de FSMA doorgaans zo'n 200 vragen aan het management, de bank, de bedrijfsrevisor en de advocaten. Deze vragen

handelen over de cijfers, de gebruikte taal in het prospectus enz. Het is belangrijk dat het prospectus in begrijpbare taal geschreven is, zodat ook de beleggers de juiste informatie kunnen vergaren. De tweede filing gebeurt ongeveer één maand later nadat de FSMA de antwoorden op haar vragen heeft doorgenomen. Er volgt een debat: managers en adviseurs leggen uit waarom sommige gedetailleerde info niet in het prospectus moet staan. Dit kan zijn omdat extra gegevens de belegger zouden kunnen verwarren of helemaal niet van belang zijn voor de belegger om een goede investeringsbeslissing te maken.

Bij een IPO is er geen historische basis voor de aandelenprijs. Er wordt een prijsindicatie gezet tijdens de boekbuildingprocedure. Er kan een grote volatiliteit zijn van het aandeel om wille van veel verschillende meningen van de diverse investeerders. Tijdens de eerste dagen van een IPO opteert een bank voor koersstabilisatie: de bank koopt aandelen op wanneer de koers dreigt te zaken. Dit is manipulatie van de aandelenkoers, maar de beleggers zelf wensen ook een stabiele aandelenkoers.

Tenslotte worden de aandelen verdeeld onder de beleggers aan de hand van Retail Offering: minimum 10% van de aandelen wordt gereserveerd voor de retail : dit zijn gekwalificeerde beleggers: professionelen, banken, grote bedrijven. Tot nu toe wordt enkel in België Retail Offering georganiseerd. Dit om te voorkomen dat een aandeel tot tientallen keren wordt overgeschreven door de institutionele beleggers. Voor de institutionele beleggers worden er 'Roadshows' georganiseerd. Hierbij verklaren het management van het bedrijf samen met de Underwriter de voor- en nadelen uit van het investeren in het bedrijf. Er worden folders van 4 à 5 pagina's gemaakt waarin de elementen van de aangeboden aandelen worden uitgelegd. Verder worden er voor de institutionele beleggers die reeds hebben aangegeven geïnteresseerd te zijn om te investeren, 'one- on- one' 's georganiseerd. Deze 'one- on- one' 's zijn private gesprekken tussen de bank, het management en het bedrijf, waarbij het vertrouwen van de belegger gewonnen wordt door vooral aan te tonen dat het management een goed beleid voert.

10.3.7. Interview Laurent Carlier

Interview met Laurent Carlier, CFO van Befimmo te Oudergem, 16 december 2010

Laurent Carlier staat als Chief Financial Officer aan het hoofd van de financiële afdeling van de Vastgoedbevak Befimmo. Befimmo werd 15 jaar geleden opgericht en is een Vastgoedbevak die gespecialiseerd is in investeringen in kantoorgebouwen, hoofdzakelijk gelegen in stadscentra, in het bijzonder Brussel. Haar portefeuille omvat vandaag een honderdtal kantoorgebouwen, voor een

totale oppervlakte van meer dan 800.000 m², waarvan een groot deel op lange termijn verhuurd is aan openbare instellingen. De portefeuillewaarde wordt op 1,9 miljard € geraamd, bij een beurskapitalisatie van zowat een miljard €.

Befimmo is sinds 2007 genoteerd op Euronext Brussels en opgenomen in de BEL20 (befimmo.be).

We gaan direct over tot het meest controversiële topic, namelijk de aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor. Deze geldt alleen in België. Dit geeft altijd problemen, daar de bedrijven en hun begeleidende banken verkiezen dat er onbeperkte aansprakelijkheid is en ze spelen met het idee om in de toekomst te gaan werken met bedrijven in de UK, omdat daar deze aansprakelijkheidsbeperking niet geldt. Veel discussie was er met Piet Hemschootte van Ernst & Young over de aansprakelijkheidsbeperking. De onderneming wil dat de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking wordt opgeheven, maar de bedrijfsrevisoren ijveren voor de bescherming van hun beroep. De bank draagt veel meer risico (want is verantwoordelijk om het orderboek vol te krijgen en eventueel een hard underwriting te doen): hun fee is dan ook veel hoger: 1 tot 2 % van de kapitaalverhoging.

De audittaken bij Befimmo worden onderverdeeld onder meerdere bedrijfsrevisorenkantoren als volgt: Deloitte doet de evaluatie van de cijfers uit het verleden (moet door de vaste commissaris van het bedrijf gedaan worden). E&Y doet de evaluatie van de toekomstvoorspellingen (moet niet door een vaste commissaris). Dit om de onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisoren te behouden.

Er was discussie rond de historische Cash Flow: Deloitte kon niet die getallen certificeren omdat ze niet rechtstreeks uit de boekhouding kwamen, maar wel gebaseerd waren op een berekening van de cijfers die uit de boekhouding komen.

Vervolgens bespreken we de procedure bij de IPO en kapitaalverhoging van Befimmo. De Raad van Bestuur neemt de beslissing tot de kapitaalverhoging binnen het toegestaan kapitaal (het nieuwe kapitaal werd tot 2 maal hoger dan het huidige kapitaal) in het kader van de groei van het bedrijf. Ze willen ook hun schuldratio tot maximaal 50 % houden. Verder waren de redenen om naar de beurs te gaan de economische crisis (kapitaalpositie versterken) en de overname van Axento (vastgoed in Luxemburg) waardoor de schuldgraad tot onder de 50% zou dalen. In 2008 was er veel onzekerheid in de markt. Er werd dan ook een hard underwriting van de bank geëist. Het auditcomité stelt het prospectus samen. Er werden meer risicofactoren dan normaal opgenomen: de FSMA had ook de verplichting opgelegd om risicofactoren in verband met de economische conjunctuur op te nemen. Het was een uitgifte van aandelen met voorkeurrecht dus moet er naast de prijsbepaling ook een discount op de koers bepaald worden (voor de huidige aandeelhouders die

eerder en goedkoper dan de andere aandeelhouders kunnen intekenen op de aandelen). Ze werden begeleid door Crédit Suisse, een Angelsaksische bank: zij stelden nog strengere eisen door de Angelsaksische vrees voor rechtzaken, het risico van verwatering.. (in de UK en de VS komen deze ook effectief meer voor). Problemen of remmingen voor een openbare aanbidding waren er voornamelijk door de economische crisis. Ondanks het voorkeurrecht kunnen bestaande aandeelhouders toch geen belangstellingen tonen om aandelen onder de uitgifteprijs te kopen. Het is een heel dik prospectus. Er wordt door de banken een kleiner reclamebrochure opgesteld met de risico's. Het dikke prospectus geeft ook minder zin aan de beleggers om dit ook effectief te lezen.

Andere grote transacties:

- 2006: Axento werd overgenomen tegen een voorafbetaalde prijs.
- 2008: er waren geen transacties. Ook al daalden de waarden van het vastgoed, de eigenaars beschermden zich zelf om niet aan te lage prijzen te worden overgenomen.
- Momenteel wordt er onderhandeld over een nieuw investeringsproject ter waarde van  200 miljoen euro.

De rol van de bedrijfsrevisor was eerder formeel en beperkt wanneer het ging over de cijfers in het verleden (geen revolutionaire bijdrage). Voor de forecast werd er meer toegevoegde waarde geleverd door de externe bedrijfsrevisor. Het werkkapitaal statement was in het geval van Befimmo niet zo moeilijk te maken, dit is moeilijker in het geval van startende bedrijven.

Opname van de waardering van elk gebouw apart, is dit nodig? De FSMA laat enkel verwijzingen naar referentieverlagen toe. Men zou de jaarrekening kunnen laten goedkeuren als referentieverlag maar deze verandert zeer snel door de vele nieuwe acquisities. Ook meer vertellen (over contracten, relaties..) in het prospectus leidt tot een verhoogde bescherming tegen aanklachten indien er iets zou mis gaan.

De kost om een prospectus op te stellen en de commissies worden verrekend in de aandelenprijs.
Bruto gecreëerde aandelenwaarde - kost - commissies = Netto kapitaalverhoging

In 2009 was de kost 6,6 miljoen euro (4%) bij de kapitaalverhoging van 166 miljoen euro.

In 2007 was de kost 3,5 miljoen euro bij de kapitaalverhoging van 250 miljoen euro.

Verder is het belangrijk te voorkomen dat banken met de pers gaan praten (bijvoorbeeld banken die niet geselecteerd werden tijdens de 'beauty contest'). Er moet een evenwicht gevonden worden tussen de nodige transparantie en het binnenhuis houden van belangrijke en gevoelige informatie.

10.4. Elektronische enquête voor het management van ondernemingen die een prospectus hebben uitgegeven

Geachte heer/mevrouw,

Ik ben laatstejaarsstudente Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt en behandel in mijn eindwerk het prospectus en de rol van de bedrijfsrevisor. Hierbij is het mijn bedoeling om inzicht te verkrijgen in de verantwoordelijkheden en taken van de bedrijfsrevisor bij het opstellen van het prospectus. Deze informatie kan ook een bijdrage leveren voor de functionering van uw eigen auditcomité of financieel departement, aangezien u hiermee een inzicht krijgt in de waarde van het advies van uw commissaris of bedrijfsrevisor voor de opname van de verschillende hoofdelementen van financiële informatie in het prospectus.

Uw antwoorden op deze vragen worden vertrouwelijk behandeld. Individuele respons zal op geen enkele wijze herkenbaar zijn in de samengevatte onderzoeksresultaten. Ook wordt uw individuele respons niet meegedeeld aan anderen of gebruikt voor andere doeleinden dan voor deze eindverhandeling.

Werd voorafgaande aan de beursgang (IPO) of kapitaalverhoging (SPO) van uw bedrijf de opdracht gegeven aan

- De op dat moment huidige bedrijfsrevisor(en)
- De op dat moment huidige bedrijfsrevisor(en) én de bedrijfsrevisor(en) van een ander auditkantoor
- De bedrijfsrevisor(en) van een ander auditkantoor dan het huidige auditkantoor.

Welke determinanten bepaalden de keuze van de bedrijfsrevisor en/of auditkantoor voor de controle van prospectusinformatie?

- Ervaring in kapitaalmarktoperaties

- Aantal jaren ervaring als bedrijfsrevisor
- Het audithonorarium
- Persoonlijke contacten met de bedrijfsrevisor en/of auditkantoor
- Referenties
- Locatie van het auditkantoor

Private rapporteringsopdracht van de bedrijfsrevisor

Working capital statement (managementsverklaring betreffende het werkkapitaal)

- Opgenomen en geattesteerd door de bedrijfsrevisor in een private Comfort Letter aan het bankensyndicaat
- Niet opgenomen in het prospectus

De bedrijfsrevisor heeft een private Comfort Letter naar de Underwriter bevattende een verklaring dat er geen Significante Veranderingen hebben plaats gevonden (anders dan opgenomen in het prospectus) opgesteld

- ja
- neen

Adviesfunctie van de bedrijfsrevisor bij een IPO/SPO

Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de volgende elementen van het prospectus?

- Pro forma informatie
- Tussentijdse financiële informatie
- Winstprognoses en winstramingen

- Belastingen
- Werkkapitaal
- Significante veranderingen
- Risicofactoren

Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende volgende wetgevingen?

- De Europese Prospectusrichtlijn
- De Europese Prospectusverordening
- De Belgische Prospectuswet van 16 juni 2006
- De beperkte aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor (wet van 23 december 2005)
- De IFRS accountingregels voor genoteerde vennootschappen

Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de aanpassing van de statuten ten gevolge van de IPO/SPO?

- Beschermingsmaatregelen ten gevolge van een vijandig bod
- Inkoop van eigen aandelen
- Vermelding van het statuut van onderneming die een openbaar beroep doet op het spaarwezen
- Kapitaalverhoging - Beroep doen op het toegestaan kapitaal
- Transparantie van het aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuur
- Aandelenoptieplan(nen)

Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de reorganisatie van de onderneming?

- Corporate Governance structuren
- Geen
- Andere

Gaf de bedrijfsrevisor advies betreffende de externe communicatie?

- Openbaarmaking van koersgevoelige informatie
- Bekendmaking van (half)jaarresultaten
- Keuze van de Underwriter/het bankensyndicaat
- Contacten met de FSMA
- Contacten met de juridische adviseurs
- Marketing van de effecten

Zijn er volgens u tekorten of zijn er aanpassingen nodig in de leidraad van het ICCI 'Guidelines to the auditor in prospectus in other related engagements'? Indien wel, kan u ook verklaren welke?

Zitten er volgens u gebreken of onvolledigheden in de Belgische Prospectuswet? Zijn er aanpassingen nodig?

Is de wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisoren bij de audit van prospectusinformatie te groot of te klein? Waarom dienen de bedrijfsrevisoren meer of minder bescherming te krijgen?

Bestaat er volgens u een reëel gevaar dat de ondernemingen die een IPO of kapitaalverhoging willen doen naar het buitenland trekken, waar er geen wettelijke aansprakelijkheidsbeperking van de bedrijfsrevisor bestaat, zoals bijvoorbeeld in de UK?

Zou een verhoging van de fee tot een toename van te nemen aansprakelijkheid door de bedrijfsrevisor kunnen leiden? Zo ja, waarom wel? Zo neen, waarom niet?

10.5. Richtlijnen van de FSMA voor de indiening van een nieuw prospectus

Bij de indiening van een nieuw dossier de volgende documenten zowel per post als per email worden geleverd:

- a) een precieze beschrijving van de identiteit van de emittent,ieder of verzoeker om volmachten (inclusief nationaliteit);
- b) een precieze beschrijving van de verrichting en, in voorkomend geval, van de effecten waarop de verrichting betrekking heeft;
- c) een precieze beschrijving van wat aan de Commissie gevraagd wordt (inclusief de wettelijke basis);
- d) de eventuele andere vermeldingen die vereist zijn uit hoofde van de toepasselijke wetgeving en van de regels ter zake van de Commissie.

Tijdens het onderzoek van het dossier moeten nieuwe en gewijzigde documenten ook zowel per post als per email aan de FSMA bezorgd worden. Reclamestukken ter goedkeuring dienen enkel per email te worden bezorgd.

De afspraken van technische aard zijn de volgende:

- a) elk stuk dat per e-mail wordt overgemaakt, mag slechts met één bestand overeenstemmen;
- b) de bestanden moeten in een normale Windowsomgeving gecreëerd zijn;
- c) elk bestand moet afgedrukt kunnen worden;
- d) de verzender zelf is verantwoordelijk voor de bescherming van zijn gegevens (waarmaking, vertrouwelijkheid, enz.). Voor een elektronische handtekening of encryptie dient hij met het secretariaat van het Departement Toezicht op de financiële informatie en markten contact op te nemen om de modaliteiten van de overdracht vast te leggen.

Wanneer het ontwerp-prospectus klaar is, wordt dit officieel voor onderzoek overhandigd aan de FSMA, samen met een dossier met:

- 1) de interventievoorwaarden van de (Listing) Sponsor⁶⁵ en de andere leden van het bankensyndicaat;
- 2) de (ontwerpen van) notariële akten en de eventuele bijzondere verslagen die zijn voorgeschreven volgens het vennootschapsrecht en de eventuele verslagen van de deskundigen waarnaar in het prospectus wordt verwezen;

⁶⁵ dit is de Lead Manager

3) al de andere informatie die de FSMA vereist teneinde een oordeel te vormen over de volledigheid en het passend karakter van de informatie in het prospectus, zoals aandeelhoudersovereenkomsten.

10.6. Beoordeling van de prospectussen van enkele opmerkelijke IPO's en kapitaalverhogingen

Nu volgt een samenvatting van de in de verslagen van het Directiecomité opgenomen 'curiositeiten' bij kapitaalverhogingen, IPO's en openbare overnameaanbiedingen van de jaren 2004 tot en met 2009. Een aantal belangrijke ondernemingen keren vaker terug. Het is bovenal interessant om deze curiositeiten te bestuderen om hiermee ook een beter begrip te krijgen van de Prospectussen en het proces bij de uitgifte van een prospectus.

Bij de openbare aanbidding van financiële instrumenten wordt als eerste ingegaan op de openbare aanbidding en toelating tot de verhandeling van scheepscertificaten. Gezien voorheen nooit eerder scheepscertificaten aangeboden werden in België, heeft de Commissie enerzijds aandacht besteed aan de beschrijving van deze effecten, en anderzijds ervoor gezorgd dat de risicowaarschuwingen duidelijk aanwezig waren. Verder worden er bijzondere aandachtspunten aangehaald bij de goedkeuring van het prospectus van de kapitaalverhoging van InBev voor de acquisitie van Anheuser-Busch. In plaats van de pro forma financiële staten worden illustratieve (niet-geauditeerde) kerncijfers opgenomen. Ook wordt een toelichting gegeven over de actualisatie van de prospectieve informatie die InBev had gegeven ter gelegenheid van de aankondiging van de bedrijfscombinatie. Naast de openbare kapitaalverhogingen worden ook bijzonderheden met betrekking tot de openbare overnameaanbiedingen beschreven in de verslagen van het Directiecomité van de FSMA. Bij een openbare overnameaanbidding moet een biedprospectus⁶⁶ worden uitgegeven. Zo wordt het openbaar overnamebod door Suez op de aandelen van Dietrichs besproken. Duidelijk is dat een overnamebod op meer dan 30% van de aandelen onderworpen is aan een aantal voorwaarden, betreffende de biedprijs, de verwezelijking van de fusie tussen Suez en Gaz de France, de niet-uitoefening van de coöperatieve vennootschap Publigas en de aanvaarding van Eni als verwerver door de Europese Commissie. Er werd een 'term sheet' voorgelegd aan de FSMA. Dit term sheet bevat de krachtlijnen van de aandeelhoudersovereenkomst die zij voor een periode van twintig jaar wensen te sluiten.

Een openbaar overnamebod en notering van aandelen van een ondernemingen met een complexe financiële geschiedenis is eveneens het bespreken waard. De verwerving van 95,96 % van de

⁶⁶ Zie paragraaf 4.4. 'Openbare overnameaanbiedingen en het biedprospectus'

aandelen van de naamloze vennootschap Accentis door Punch International gebeurde gelijktijdig met een nieuwe uitgifte van aandelen van Accentis op Euronext Brussel. Het biedprospectus van Punch International diende in principe informatie te bevatten over de bijkomende notering van aandelen door Accentis. Punch International werd hiervan vrijgesteld op voorwaarde dat voor het publiek informatie beschikbaar zou worden gesteld die door de Commissie als gelijkwaardig kon beschouwd worden aan de informatie die in het prospectus moet worden opgenomen. Nog een curiositeit is het openbaar overnamebod van Befimmo op de door Immo-North Plaza uitgegeven vastgoedcertificaten. Een andere maatschappij, GE Real Estate, bracht een niet-bindend bod uit op het gebouw van Immo-North Plaza, waarop de vastgoedcertificaten betrekking hadden, maar dus niet rechtstreeks op deze vastgoedcertificaten. Hierdoor waren de bepalingen over tegenbiedingen niet van toepassing. De FSMA heeft er dan op toegezien dat het publiek over beide biedingen toch correct geïnformeerd werd, met name aan de hand van een standpunt van Immo-North Plaza over beide biedingen en een vergelijking van deze biedingen.

Tenslotte is het ook opmerkelijk dat in geval van grote problemen, een arrest van het Hof van Beroep noodzakelijk is. Zo hadden na afloop van het openbaar uitkopen, uitgebracht door Cybertrust, de meerderheidsaandeelhouder van Ubizen, een belangrijk aantal minderheidsaandeelhouders een vordering ingespannen tegen Cybertrust. De biedprijs beantwoordde niet aan het voorschrift van artikel 45, 4^o van het toenmalige Overnamebesluit. Het Hof besliste ten gronde dat de aandeelhouders een subjectief recht hebben om een prijstoeslag bij de biedprijs te vorderen. Hierbij stelt het Hof dat er een fundamenteel verschil bestaat tussen openbaar overnamebod en openbaar bod tot uitkoop. Bij een overnamebod is de doelvennootschap vrij om al dan niet op het bod in te gaan. Een uitkopen leidt tot een gedwongen terugtrekking van de minderheidsaandeelhouders. Dit heeft gevolgen voor het toezicht door de FSMA (FSMA Verslag DC 2008-2009).

In het jaarverslag van 2007 van het Directiecomité van de FSMA lezen we dat begin 2007 de Prospectusverordening gewijzigd werd omdat de te verstrekken informatie (financiële positie, resultaat en vooruitzichten in de historisch financiële informatie en de pro forma informatie) in bepaalde gevallen ontoereikend was en de bevoegde autoriteiten niet mochten verlangen dat er informatie werd opgenomen in het prospectus die niet uitdrukkelijk in de bijlagen bij deze verordening wordt genoemd. Dit fenomeen deed zich voor bij (1) entiteiten die een aanzienlijke financiële verplichting hadden aangegaan om een entiteit of activiteiten van betekenis te verwerven of af te stoten en (2) bij entiteiten met een complexe financiële geschiedenis. Voorbeelden van ondernemingen met een complexe financiële geschiedenis die een prospectus hebben laten goedkeuren na de inwerkingtreding van de nieuwe regeling zijn: Alfacam Group NV, Transics International NV, de onderneming uit Guernsey Shurgard Self Storage Europe Limited, Nyrstar NV, Arseus NV, Pinguin NV en VGP NV.

Fortis stond voor een aanzienlijke financiële verplichting bij de overname van ABN AMRO. Fortis deed hiervoor een kapitaalverhoging met een openbaar karakter. Fortis had zich voor het prospectus aangaande de kapitaalverhoging heeft gebaseerd op publiek beschikbare informatie en dat er relatief weinig informatie publiek beschikbaar was over de business units die Fortis wenste te verwerven. Omdat overeenkomstig de Prospectusverordening pro forma informatie opgesteld moet worden op basis van grondslagen die in overeenstemming zijn met die van de uitgevende instelling met een bevestiging hiervan door de commissaris, wat in casu onmogelijk bleek, werd beslist om de pro forma financiële informatie te vervangen door een literaire beschrijving met illustratieve financiële informatie. Verder heeft de FSMA geoordeeld dat Openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten door een VZW naar Belgisch recht vrijgesteld zijn van het opstellen van een prospectus (CBFA Verslag DC 2007).

11. Lijst van geraadpleegde werken

Bhabra, H.S. and Pettway, R.H. (2003) IPO prospectus information and subsequent performance, [Elektronische versie]. The Financial Review, 38, 369-397

Beatty, R.P. (1989) Bedrijfsrevisor Reputation and the pricing of initial public offerings, [Elektronische versie]. Accounting Review, 64, 693-709

BELGA, loa (20 oktober 2010) Agfa-Gevaert plant kapitaalverhoging van 148,2 miljoen euro. Opgevraagd op 10 mei 2011, via <http://www.destandaard.be>

BELGA, wle (10 september 2010) Aandeel Polygone blijft stabiel op eerste beursdag'. Opgevraagd op 10 mei 2011, via <http://www.destandaard.be>

Berger, P.P. et al. (2009) Het auditcomité en de commissaris na de wetten van 17 december 2008 en 9 februari 2009. Antwerpen, Informatiecentrum voor het Bedrijfsrevisoraat

Boedts, T. en Jenné, F. (2007) De nieuwe regels inzake het vrijwillig openbaar bod. T.R.V., 2007 p.575 - 631

Bogaerts, S. en Van Bever, L. "Verloop van een IPO en het prospectus – primaire marktpraktijken", in Bogaerts, S. en Clerckx, B. e.a., Openbare aanbiedingen en prospectus – de wet van 16 juni 2006 / Les offres publiques et le prospectus – la loi du 16 juin 2006, Brugge, Vanden Broele, 2007, 99-222

Bogaerts, S. en Clerckx, B. e.a., Openbare aanbiedingen en prospectus – de wet van 16 juni 2006 / Les offres publiques et le prospectus – la loi du 16 juin 2006, Brugge, Vanden Broele, 2007, 99-222

Braeckmans, H. (2006) 'De wettelijke beperking van de aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisor', Rechtskundig Weekblad 2005-2006, 42, 1652-1658

BNP Paribas Fortis (z.d.) Opgevraagd op 18 augustus, 2010, via <http://cpb.bnpparibasfortis.be>

Camasca, P. D. (1996), Prospectusaansprakelijkheid, DAOR 1996, afl. 39, (9) 9

Capital Markets Advisory, IPO's & SPO's, KBC Securities, Brussels, 2010

Cloet, S. et al. (2009) Guidelines to the auditor in prospectus and other related engagements. Antwerpen, Informatiecentrum voor het Bedrijfsrevisoraat

FSMA. (z.d.). Opgevraagd op 18 augustus, 2010, via <http://www.FSMA.be/>.

Daily, C., Certo, S., Dalton, D. (2003) Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter? [Elektronische versie]. Journal of Business Venturing, 20, 93-111

De Boeck, A. (2005) De prospectusaansprakelijkheid na de Wet van 22 april 2003: een nieuw kleedje of alleen maar wat make-up? T. Fin. R, 3, 1223-1238

Deceunynck, F. (30 oktober 2010) De erfenis van Raffeyen. Opgevraagd op 10 mei 2011, via <http://www.destandaard.be>

De Haes, A.U. (27 november 2009) Hoge raad: bedrog bij beursgang World Online. Opgevraagd op 12 mei 2011, via <http://www.webwereld.nl>

Delmotte, B. (2006) 'De wettelijke beperking van aansprakelijkheid van bedrijfsrevisoren', DAOR 2006 (80), 321-347

De Meuter, S. (1999) De aansprakelijkheid van de interne auditor, Maklu- Uitgevers, Antwerpen/Apeldoorn
De Poorter, I. (2006) 'De aansprakelijkheid van de bedrijfsrevisoren beperkt', Tijdschrift voor Rechtspersoon en Venootschap 2006, 358-372

Dendooven, P. (7 januari 2010) Taminco haalt half miljard op. Opgevraagd op 10 mei 2011, via <http://www.destandaard.be>

De Preter, W. (21 mei 2010) Aandeel van de week: Thenergo. Opgevraagd op 10 mei 2011, via <http://www.destandaard.be>

Prospectusreglementering na de wet van 16 juni 2006, Eubelius Client alert - November 2006

Fortis. (z.d.). Opgevraagd op 1 maart, 2010, via <http://www.FSMA.be/>.

Fox, J. (2002) Cox Proportional-Hazards Regression for Survival Data, [Elektronische versie]. Companion to Applied Regression, Wenen, Institute for Statistics and Mathematics

Franx, J P (2004) Prospectusaansprakelijkheid en de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn, Ondernemingsrecht - de Naamlooze Vennootschap en TVVS, issue 7 , p. 259-265

Gallez, Z. et al. (2010) De rol van de bedrijfsrevisor ten opzichte van de Ondernemingsraad. Antwerpen, Informatiecentrum voor het Bedrijfsrevisoraat

Hoge Raad der Nederlanden, LJ Nummer, BH2162, 6 februari 2009

Hopt, K. J. en Voigt, H. C. (2005) Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung: Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA. Business & Economics

IBR. (z.d.). Opgevraagd op 28 januari, 2010, via <http://www.ibr-ire.be/>.

IPO's & SPO's, Linklaters, Antwerp, 2008

Jong, B. J. (2010) Schade door misleiding op de effectenmarkt. Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen.

Janssens, E. (2010) Nieuwe richtlijn vereist aanpassing van de Prospectuswet, Balans 643, 31 december 2010

Janssens, E. (2005) Het verloop van de beursintroductie en de admissieprospectus, T. Fin. R. 2005-3

Lindeman, L. en Reulink, N. (2005), Dictaat kwalitatief onderzoek

Mercken, R. (2004) De investeringsbesligging: een beleidsgerichte analyse. Antwerpen, Roger Mercken & Garant-Uitgevers

Milants, G. (2004) Een beursintroductie praktisch bekeken, Bank- en Financiewezen, 2004-369

Nationale Bank van België. (z.d.). Opgevraagd op 18 augustus, 2010, via <http://www.nbb.be/>.

Peters, V. en Westers, F. (2004), Kwalitatieve analyse. Uitgangspunten en procedures.

Renders, L., (2001) Methoden van onderzoek en rapportering 1. Syllabus, Diepenbeek, Limburgs Universitair Centrum

Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Publicatieblad van de Europese Unie, 31 december 2003

Richtlijn 2010/73/EG van 24 december 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG, Publicatieblad van de Europese Unie, nr L 327, 11 december 2010

Quest for growth NV/SA. (z.d.). Opgevraagd op 1 maart, 2010, via http://www.questforgrowth.com/PDF/Misc/Prospectus_2007_NED.pdf

Van Bever, L. "Gedragsregels voor financiële tussenpersonen", in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.) Financiële wetgeving - De tussenstand 2004, Biblo, Kalmthout, 2005, p. 226-319, met verdere verwijzingen.

Van der Goot, T. , Van Giersbergen, N. and Botman, M. (2009) What determines the survival of internet IPOs? [Elektronische versie]. Applied Economics, 41, 547-561, Amsterdam, University of Amsterdam

Van der Goot, T. (2003) Risk, the quality of intermediaries and legal liability in The Netherlands IPO Market. [Elektronische versie]. International review of law and economics, 23, 121-140

Van Eenoo, D. (2008) De beursintrodactie: de te volgen procedure en de prospectusplicht. T. Fin. R, 2008-2-3

Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft

Verordening (EG) 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (de "IFRS Verordening")

Weber, J. and Willenborg, M. (2003) Do expert informational intermediaries add value? Evidence from bedrijfsrevisors in microcap IPOs, [Elektronische versie]. Journal of Accounting Research, 41.

Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggings- instrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt (Belgisch Staatsblad, 21 juni 2006)

Wet van 22 juli 1953 houdende oprichting van een instituut van de Bedrijfsrevisoren en organisatie van het publiek toezicht op het beroep van bedrijfsrevisor, gecoördineerd op 30 april 2007, publicatie in Belgisch Staatsblad op 24 mei 2007

Wet betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (Belgisch Staatsblad, 2 augustus 2002)

Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen en de Koninklijke Besluiten van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen en op de openbare uitkoopbiedingen.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Het prospectus en de rol van de bedrijfsrevisor

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2011**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Puttemans, Sara

Datum: **31/05/2011**