

Beleggingsaanbevelingen onder de Wet marktmisbruik

Inleiding

Op 1 oktober 2005 is de Wet marktmisbruik in werking getreden. De Wet marktmisbruik implementeert richtlijn 2003/6 van 28 januari 2003 betreffende de handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (hierna: de Richtlijn). De Richtlijn stelt regels op het gebied van marktmisbruik. Marktmisbruik omvat zowel handel met voorwetenschap als marktmanipulatie. Ik zal in deze bijdrage slechts ingaan op de regels die de Wet marktmisbruik stelt op het gebied van marktmanipulatie. De Wet marktmisbruik wijzigt een aantal bepalingen van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995). Het verbod op marktmanipulatie is vervat in artikel 46b Wte 1995. Een van de in artikel 46b Wte 1995 omschreven vormen van marktmanipulatie is: het verspreiden van informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van effecten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. Met het verbod op het verspreiden van dit soort informatie wordt beoogd de informatievoorziening die van invloed is op de vraag naar en het aanbod van effecten zuiver te houden, zodat de koers van effecten een reële waardering van alle beschikbare informatie op de markt weergeeft. Naast het verbod voegt de Wet marktmisbruik ook een aantal verplichtingen toe aan de bepalingen van de Wte 1995. Deze verplichtingen hebben betrekking op de informatie die moet worden verschaft bij het doen van beleggingsaanbevelingen.

Beleggingsaanbevelingen

Een belangrijke vorm van informatie die invloed heeft op de vraag naar en het aanbod van effecten zijn beleggingsaanbevelingen. Beleggingsaanbevelingen in verschillende media zullen doorgaans voor beleggers een deel van de basis vormen waarmee zij hun beleggingsbeslissingen vormen. Het is dus van belang ervoor te zorgen dat deze informatie de belegger op een dusdanige wijze bereikt dat niet te duchten is dat er een onjuist of misleidend signaal vanuit gaat. De wetgever heeft een aantal regels opgesteld die ervoor moeten zorgen dat de verspreide informatie dusdanig transparant is dat er geen onjuist of misleidend signaal vanuit gaat. De regels zijn opgenomen in artikel 47e Wte 1995 en de artikelen 15 tot en met 19 van het Besluit marktmisbruik en hebben betrekking op de informatie die openbaar moet worden gemaakt bij het doen van een beleggingsaanbeveling.

De regels zijn van toepassing indien informatie openbaar wordt gemaakt in of vanuit Nederland, waarin een beleggingsaanbeveling wordt gedaan met betrekking tot effecten, of met betrekking tot een instelling die effecten heeft

uitgegeven of zal uitgeven, welke effecten zijn of worden toegelaten tot een effectenbeurs. Een aanbeveling is een onderzoek of andere voor distributiekanaal of voor het publiek bestemde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld (met inbegrip van adviezen betreffende de huidige of toekomstige waarde of koers) ten aanzien van: (1) effecten die zijn of worden toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of werkzame effectenbeurs, (2) effecten die zijn of worden toegelaten tot de handel op een in een andere lidstaat gelegen of werkzame effectenbeurs, of (3) een rechtspersoon, vennootschap of instelling die effecten als genoemd onder 1 of 2 heeft uitgegeven (art. 1 Besluit marktmisbruik en art. 1 richtlijn 2003/125).¹ Een aanbeveling is expliciet wanneer rechtstreeks een beleggingsaanbeveling wordt gedaan, en omvat het gebruik van de termen 'kopen', 'aanhouden' of 'verkopen' dan wel gelijkwaardige formuleringen. Een aanbeveling is impliciet, indien het een indirecte aanbeveling betreft, en omvat bijvoorbeeld een verwijzing naar een richtkoers. De in de artikelen 15 tot en met 19 van het Besluit marktmisbruik vervatte verplichtingen gelden voor de uitbrenger van een aanbeveling. Uit artikel 1 Besluit marktmisbruik volgt dat onder een uitbrenger in dit verband moet worden verstaan een natuurlijke of rechtspersoon die in het kader van zijn beroeps- of bedrijfsuitoefening een beleggingsaanbeveling uitbrengt. De uitbrenger van een beleggingsaanbeveling is in de regel degene die verantwoordelijk is voor de inhoud van de aanbeveling. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) veronderstelt hierbij dat wanneer de uitbrenger een vergoeding verstrekt aan de opsteller van een aanbeveling, deze uitbrenger verantwoordelijk is voor het naar buiten brengen van de aanbeveling. In die gevallen daarentegen waar een medium (bijvoorbeeld een krant of internetplatform) als 'facilitator' fungeert en er geen vergoeding plaatsvindt voor de opsteller van de aanbeveling, veronderstelt de AFM dat de opsteller zelf verantwoordelijk is voor het naar buiten brengen van de aanbeveling.² Onder 'voor het publiek bestemde informatie' wordt in dit kader de informatie bedoeld die aan het publiek beschikbaar wordt gesteld. Informatie die aan een groep personen beschikbaar wordt gesteld, valt hier ook onder. Het is dus geen vereiste dat iedereen toegang kan krijgen tot die informatie. Persoonlijk beleggingsadvies met betrekking tot transacties in effecten valt echter niet onder de artikelen 15 tot en met 19 van het Besluit marktmisbruik.³ De in deze artikelen bedoelde informatie kan ook mondeling beschikbaar worden gesteld, zoals de AFM heeft bevestigd

1. Besluit van 14 september 2005, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van de Wet marktmisbruik, Stb. 2005, 467 (Besluit marktmisbruik) en artikel 1 richtlijn 2003/125 van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft.
2. Brochure van de AFM 'Uitbrengen van beleggingsaanbevelingen', p. 5 e.v., te raadplegen via de website van de AFM, www.afm.nl.
3. Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik, p. 8.

in haar presentatie 'Wet marktmisbruik: het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen' van 29 augustus 2005.⁴

Artikel 47e Wte 1995 onderscheidt drie soorten openbaar maken informatie: (1) de identiteit van de opsteller en de uitbrenger van de informatie, (2) waarborgen met betrekking tot het bieden van een juiste voorstelling van zaken, en (3) transparantie inzake de objectiviteit van de opsteller en uitbrenger van de aanbeveling.

Identiteit

Artikel 15 Besluit marktmisbruik verplicht een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling en ook eenieder die niet in het kader van zijn beroeps- of bedrijfsuitoefening beleggingsaanbevelingen uitbrengt, in de beleggingsaanbeveling duidelijk en opvallend het volgende te vermelden: (a) de naam en functie van de natuurlijke persoon die de beleggingsaanbeveling heeft opgesteld; en (b) de naam van de persoon die verantwoordelijk is voor het uitbrengen van de beleggingsaanbeveling. Dit is het enige artikel dat informatieverplichtingen oplegt aan personen die beleggingsaanbevelingen uitbrengen buiten hun beroeps- of bedrijfsuitoefening. Het is volgens de wetgever van belang dat de naam en functie van de natuurlijke persoon die de informatie heeft opgesteld en de naam van de persoon die verantwoordelijk is voor het uitbrengen van de beleggingsaanbeveling openbaar worden gemaakt, omdat dit waardevolle informatie kan zijn voor beleggers bij het afwegen van hun beleggingsbeslissingen.

Waarborgen voor een juiste voorstelling van zaken

Artikel 16 lid 1 Besluit marktmisbruik verplicht een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling redelijke maatregelen te treffen om te waarborgen dat in de beleggingsaanbeveling: (a) melding wordt gemaakt van het feit dat de beleggingsaanbeveling gebaseerd is op betrouwbare bronnen of, indien wordt betwijfeld of een bron betrouwbaar is, dat dit duidelijk wordt vermeld; (b) feiten duidelijk kunnen worden onderscheiden van informatie die niet op feiten is gebaseerd; en (c) projecties, prognoses en richtkoersen duidelijk als zodanig worden omschreven en dat wordt vermeld welke belangrijke vooronderstellingen hieraan ten grondslag liggen. Een anonieme bron is per definitie onbetrouwbaar en verificatie van de informatie bij een tweede bron is dan noodzakelijk, alvorens aangenomen kan worden dat de informatie van deze bron betrouwbaar is. Bij informatie die niet op feiten is gebaseerd, kan bijvoorbeeld worden gedacht aan interpretaties, ramingen en adviezen.

Artikel 16 lid 2 Wte 1995 is van toepassing op de volgende uitbrengers van beleggingsaanbevelingen: (1) onafhankelijke analisten, (2) effecteninstellingen en daaraan gelieerde rechtspersonen, (3) andere personen van wie de hoofd-

4. Spreadsheets van de brochure zijn te vinden op de website van de AFM.

activiteit bestaat uit het doen van aanbevelingen, (4) een in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor de onder 1 tot en met 3 bedoelde personen werkzame natuurlijke personen. Deze groep uitbrengers moet redelijke maatregelen treffen om te waarborgen dat in de beleggingsaanbeveling:

- alle wezenlijke bronnen worden vermeld (inclusief de instelling waarvan de effecten onderwerp zijn van de aanbeveling, samen met het feit of de beleggingsaanbeveling aan deze rechtspersoon is bekendgemaakt en naar aanleiding daarvan is gewijzigd voor verspreiding);
- de betekenis van de beleggingsaanbeveling op afdoende wijze wordt uitgelegd en dat op adequate en beknopte wijze wordt vermeld op welke wijze de beleggingsaanbeveling is gebaseerd op de belangrijke aannames, grondslagen of methoden voor de beoordeling van een effect of voor de vaststelling van een richtkoers voor een effect;
- melding wordt gemaakt van de geplande frequentie van eventuele bijstellingen van de beleggingsaanbeveling en van alle belangrijke wijzigingen in het eerder bekendgemaakte publicatiebeleid;
- duidelijk en opvallend melding wordt gemaakt van het feit dat het in de beleggingsaanbeveling opgenomen advies afwijkt van het advies in de meest recente beleggingsaanbeveling met betrekking tot hetzelfde effect dat door dezelfde natuurlijke persoon is opgesteld en in een periode van twaalf maanden onmiddellijk daaraan voorafgaand is uitgebracht, alsmede van de datum waarop deze eerdere aanbeveling is uitgebracht.

Belangenconflicten

Artikel 17 lid 1 Besluit marktmisbruik verplicht uitbrengers van een beleggingsaanbeveling duidelijk en opvallend de belangen of belangenconflicten te vermelden waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze afbreuk kunnen doen aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling. Wanneer de uitbrenger een rechtspersoon is, is de verplichting ook van toepassing op iedere in het kader van een arbeidsovereenkomst of anderszins voor hem werkzame natuurlijke of rechtspersoon die bij het opstellen van de beleggingsaanbeveling betrokken was (art. 17 lid 2 Besluit marktmisbruik).

Afbreuk aan de objectiviteit van een beleggingsaanbeveling kan in elk geval worden gedaan indien een onafhankelijke analist, een effecteninstelling, een met haar gelieerde rechtspersoon of een andere uitbrenger van aanbevelingen voor of tijdens het uitbrengen van de aanbeveling:

- een aanzienlijke deelneming heeft in de rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn, of wanneer die rechtspersoon een aanzienlijke deelneming heeft in de uitbrenger van de aanbeveling;
- een ander wezenlijk financieel belang heeft in de rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn;
- optreedt als marketmaker of als liquiditeitsverschaffer met betrekking tot de effecten die onderwerp zijn van de aanbeveling;

- partij is bij een overeenkomst met de rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn met betrekking tot het uitbrengen van de beleggingsaanbeveling;
- partij is bij enige andere overeenkomst met de rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn, of gedurende de voorafgaande twaalf maanden beroeps- of bedrijfsmatig effecten van de rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn, bij uitgifte heeft overgenomen of geplaatst.

Onder aanzienlijke deelneming wordt verstaan 1% van meer dan 5% van het volledig geplaatste aandelenkapitaal.

Wanneer de uitbrenger een rechtspersoon is, moet deze zijn belangen of belangenconflicten of de belangen of belangenconflicten van met hem gelieerde rechtspersonen die relevant zijn met betrekking tot de beleggingsaanbeveling vermelden (art. 17 lid 5 Besluit marktmisbruik).

Ten slotte moeten effecteninstellingen één keer in de drie maanden openbaar maken welk gedeelte van de in die periode gegeven beleggingsaanbevelingen een advies om 'te kopen', 'aan te houden', 'te verkopen', of een gelijkwaardige formulering bevat, alsmede aan welk gedeelte van de rechtspersonen waarvan de effecten onderwerp van de aanbevelingen zijn geweest, een dergelijk advies is gegeven, voor wie de effecteninstelling tijdens de voorafgaande twaalf maanden belangrijke zakenbankdiensten heeft verricht.

Openbaar maken beloningen

Natuurlijke personen werkzaam bij een effecteninstelling moeten bekendmaken of hun beloning gekoppeld is aan door de effecteninstelling of een daaraan gelieerde rechtspersoon verrichte zakenbanktransacties. Indien die natuurlijke persoon aandelen ontvangt van een rechtspersoon waarvan de effecten onderwerp van de aanbeveling zijn voordat deze aandelen aan het publiek worden aangeboden, moeten zij de koers waartegen deze aandelen zijn verworven en de verwervingsdatum vermelden. De effecteninstelling vermeldt deze gegevens in de beleggingsaanbeveling (art. 18 lid 1, 2 en 3 Besluit marktmisbruik).

Ten slotte moet een natuurlijke persoon die in het kader van een arbeidsovereenkomst of anderszins voor een effecteninstelling werkzaam is en een door een derde uitgebrachte beleggingsaanbeveling uitbrengt, in de beleggingsaanbeveling duidelijk en opvallend de naam van de voor de effecteninstelling bevoegde toezichthouder vermelden (art. 18 lid 4 Besluit marktmisbruik).

Verwijzingen

Aangezien in sommige gevallen een beleggingsaanbeveling niet schriftelijk openbaar zal worden gemaakt of de bij een beleggingsaanbeveling verplicht te vermelden informatie onevenredig lang kan zijn in verhouding tot de beleggingsaanbeveling, heeft de wetgever in artikel 19 van het Besluit marktmisbruik voorzien in de mogelijkheid in de beleggingsaanbeveling te verwijzen naar een vindplaats waar deze vereiste informatie toegankelijk is. De vindplaats moet voor het publiek direct en gemakkelijk toegankelijk zijn. Per geval zal moeten worden beoordeeld of de verplichte informatie onevenredig lang is. Als informatie direct na de aanbeveling is opgenomen, is deze voor een belegger eenvoudiger te raadplegen dan wanneer de informatie bijvoorbeeld op een internetsite kan worden opgezocht. Men mag dan ook niet snel aannemen dat het onevenredig is om de informatie bij de aanbeveling op te nemen.⁵ De mogelijkheid tot het opnemen van een verwijzing geldt niet voor informatie met betrekking tot de identiteit van opstellers en uitbrengers.

*Mr. P.R. Schütte
Stibbe*

5. Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik, p. 37 e.v.