

Vijf jaar toezicht op marktmisbruik

een Europees regime in ontwikkeling



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

Samenvatting	4
1 Inleiding	7
2 Marktonwikkelingen in de afgelopen vijf jaar	9
2.1 <i>De opkomst van een nieuwe generatie georganiseerde handelssystemen</i>	9
2.2 <i>High Frequency Trading</i>	10
2.3 <i>Rol van aandeelhouders</i>	11
2.4 <i>Ontwikkelingen in de markt voor fusies en overnames</i>	11
2.5 <i>Kredietcrisis: maatregelen short selling aandelen, transparantie staatsobligaties</i>	12
3 Hoe de AFM toezicht houdt	14
3.1 <i>Het signaleren van mogelijk marktmisbruik</i>	14
3.2 <i>Verloop van onderzoek</i>	16
3.3 <i>Meldingsplicht voor verdachte transacties</i>	20
3.4 <i>Melding van belangen</i>	21
3.5 <i>Rapporteren transacties</i>	23
4 Waarop de AFM toezicht houdt	26
4.1 <i>Tijdige openbaarmaking koersgevoelige informatie</i>	27
4.2 <i>Verbod op handel met voorwetenschap</i>	32
4.3 <i>Verbod op marktmanipulatie</i>	35
4.4 <i>Bestuurdersmeldingen, melden substantiële belangen</i>	39
5. Conclusie	43

Samenvatting

Het toezicht dat de AFM uitoefent op het voorkomen van marktmisbruik omvat onder meer het verbod op handel met voorwetenschap, het verbod op marktmanipulatie, de tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie en de meldingsplicht van belangen. De AFM heeft sinds de invoering van de richtlijn Marktmisbruik op 1 oktober 2005 veel bereikt. In de eerste jaren van het toezicht stond vooral het uitleggen van de regels centraal door middel van regelmatig contact met marktpartijen, presentaties voor en bijeenkomsten met ondernemingen. Naast deze actieve benadering van ondernemingen, heeft de AFM de afgelopen jaren ook meerdere leidraden (guidance) gepubliceerd. Het toezicht op onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie heeft bijgedragen aan een 'eerlijker' markt; de kans dat gehandeld wordt met voorwetenschap is kleiner geworden. Persberichten worden eerder en vaker gepubliceerd en handel voorafgaand aan persberichten over fusies en overnames is significant schoner geworden. Dit blijkt eveneens uit het onderzoeksrapport van de AFM in 2007 over de 'schoonheid' van de markt na de invoering van de richtlijn Marktmisbruik.

Toezicht door de AFM

De AFM volgt actief de koers- en omzetontwikkelingen op handelsplatformen en vraagt informatie op bij beursgenoteerde ondernemingen. Door middel van seminars en publicatie van informatiebrochures verschaft zij duidelijkheid over de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Bij het vermoeden van overtreding van deze verplichting vraagt de AFM de desbetreffende onderneming om uitleg voordat eventueel handhavend wordt opgetreden. Zonodig gaat de AFM over tot onderbreking van de handel in financiële instrumenten. De AFM wil daarmee bewerkstelligen dat beleggers en andere marktpartijen gelijk, tijdig en op een voor hen toegankelijke manier worden geïnformeerd. In de afgelopen vijf jaar heeft de AFM in meer dan 30 gevallen de handel onderbroken en meer dan 250 onderzoeken naar mogelijk marktmisbruik uitgevoerd.

De financiële markten zijn internationaler geworden zodat de AFM zich bij haar toezicht niet beperkt tot de landsgrenzen. In enkele grote overnamezaken heeft de AFM intensief samengewerkt met Europese collega-toezichthouders. In deze dossiers waren oplopende koersen voorafgaand aan overname-biedingen reden voor onderzoek. Inmiddels is in verschillende landen aangifte gedaan tegen deze partijen. Een dergelijke zaak laat zien dat internationale, en dan vooral Europese samenwerking, cruciaal is voor goed toezicht. De AFM is dan ook voorstander van verdere integratie en harmonisatie van het Europese toezicht op marktmisbruik.

De invoering van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) heeft geleid tot meerdere handelsplatformen en internationale versnippering van de handel. Om in een versnipperde markt gericht en efficiënter toezicht te houden en de doorlooptijd van onderzoeken naar marktmisbruik te verkorten, bepleit de AFM de invoering van een verplichte *client-ID*. Individuele handelspatronen worden zo eenvoudiger traceerbaar en opvallende handelspatronen kunnen beter herleid worden naar de verantwoordelijke partij of persoon. De invoering van de client-ID verkort de informatie-opvraagprocedure bij onderzoek. Het onderzoek kan bovendien nog efficiënter worden uitgevoerd als de AFM eveneens de beschikking zou hebben over printlijsten van telecoaanbieders. Zo verkrijgt de AFM inzicht in de personen met wie een insider contact heeft gehad voorafgaand aan het verrichten van de verdachte transactie. De AFM is verheugd dat de minister van Financiën zich onlangs heeft uitgesproken voor een (snelle) invoering van de client-ID.

De technologische innovatie in combinatie met de toename van het aantal handelsplaatsen vereist dat de AFM een elektronisch detectie & analysesysteem hanteert om verdachte transacties te identificeren. Op grond van modellen worden dagelijks alerts gegenereerd die duiden op mogelijke marktmanipulatie en handel met voorwetenschap. Op deze manier kan de AFM gericht bepaalde vormen van marktmisbruik opsporen. De AFM zal in de komende jaren meer nadruk leggen op het statistisch analyseren van transacties en koersbewegingen en met algoritmes zoeken in de gerapporteerde transacties (*data-mining*).

De komende tijd zal de AFM onverminderd aandacht vragen voor de risico's die ontstaan als vele betrokkenen de beschikking krijgen over koersgevoelige informatie, voorafgaand aan de publicatie daarvan. Om het lekken van koersgevoelige informatie te voorkomen, is het van groot belang de kring van betrokken personen en partijen, de *insiders*, zo klein mogelijk te houden.

De samenwerking met het Openbaar Ministerie en de FIOD is adequaat en komt de handhaving van marktmisbruikregelgeving ten goede. Niettemin zou de AFM graag zien dat er meer capaciteit beschikbaar komt voor de strafrechtelijke afdoening van marktmisbruikdossiers. Ook heeft de AFM de voorkeur voor het publiceren van alle boetes in het kader van schikkingen die het Openbaar Ministerie treft met verdachten, naar analogie van de bestuursrechtelijke verplichting voor de AFM vanuit de Wft. Publicatie van alle boetes komt de zichtbaarheid van het toezicht op het voorkomen van marktmisbruik ten goede.

Transactie-informatie

Concurrentie op handelsplatformen heeft geleid tot gedecentraliseerde informatie over vraag en aanbod van financiële instrumenten. Dit heeft gevolgen voor het dagelijks monitoren van effectentransacties. Door de toegenomen concurrentie moeten meerdere handelsplatformen in het toezicht worden betrokken. Om informatie te kunnen verzamelen en te koppelen, zijn beleggingsondernemingen in Europa verplicht transacties te rapporteren aan de voor hen relevante toezichthouder. Toezichthouders hebben op hun beurt de verantwoordelijkheid om de transactiedata met andere Europese toezichthouders te delen. Kwaliteit en consistentie van deze transactiedata in het zogeheten transactierapportagesysteem (TRS) zijn van wezenlijk belang voor het toezicht op marktmisbruik. De AFM gebruikt deze gegevens onder meer voor haar detectiesysteem waarmee zij marktmisbruikpatronen opspoor.

Marktontwikkelingen

Technologische innovaties en significante veranderingen in de structuur van het Europese marktlandschap hebben de afgelopen jaren bijgedragen aan een sterk groeiende aanwezigheid van *High Frequency Trading* (HFT) op Europese handelsplatformen. HFT is een middel om geautomatiseerd bepaalde complexe handelsstrategieën optimaal uit te voeren. Evenals bij 'traditionele' handelstechnieken, biedt HFT mogelijkheden tot misbruik en marktmanipulatie. Vanuit dat perspectief heeft de AFM bijzondere aandacht voor alle nieuwe technieken, waaronder ook HFT.

Tussen 2008 en 2010 werden de aandelen – en vastrentende markten gekenmerkt door grote onrust. De bijzondere omstandigheden tijdens de kredietcrisis hebben de AFM genoodzaakt maatregelen te nemen tegen *short selling* van aandelen van financiële instellingen, mede op grond van het risico op koersmanipulatie. Onlangs heeft de AFM een onderzoek gepubliceerd naar de werking van de vastrentende markt en de prijsvorming van staatsobligaties. De AFM heeft geen aanwijzingen gevonden dat marktpartijen de obligatiemarkt hebben gemanipuleerd. De ontwikkelingen in de markt

waren een reactie op de problemen in onder meer Griekenland, maar niet de oorzaak ervan. De AFM is niettemin voorstander van geharmoniseerde Europese regelgeving die de transparantie, de infrastructuur en het toezicht op de staatsobligatiemarkt verbetert en consistent is. De AFM is nauw betrokken bij deze regelgevende initiatieven in Europees verband.

Meldingen

Ten slotte is met de komst van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen (Wmz 2006) het meldingenregime aangepast. Tevens heeft de AFM begin 2009 haar beleid ten aanzien van het in- en uitlenen van aandelen, herzien. De AFM is van mening dat naast de meldingsplicht van substantiële belangen er een uitbreiding moet komen naar economische longposities, die de houder ervan in de gelegenheid stellen een belang in de uitgevende instelling te verwerven. Daarnaast steunt de AFM verdere transparantie van short sellingposities, zoals recent door de Europese Commissie voorgesteld naar aanleiding van een advies van CESR.

1 Inleiding

Waarom is er eigenlijk toezicht op marktmisbruik binnen de financiële markten? Hoe voert de AFM als gedragstoezichthouder haar taak uit? Waarop houdt de AFM toezicht? Welke uitdagingen liggen er voor de toekomst? Deze en andere vragen liggen ten grondslag aan dit rapport over vijf jaar toezicht op marktmisbruik door de AFM.

Marktintegriteit is van groot belang voor het vertrouwen en daarmee het goed functioneren van de markten in financiële instrumenten en de bescherming van de beleggers. Wanneer vertrouwen ontbreekt, kan dit tot gevolg hebben dat beleggers en kapitaalvragers niet langer bereid zijn actief te handelen op deze markten.

Met ingang van 1 oktober 2005 is de richtlijn Marktmisbruik geïmplementeerd in de Nederlandse wet; te weten in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en in het Besluit Marktmisbruik (vanaf 1 januari 2007 opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft), hoofdstuk 5.4, waarbij de bepalingen ten aanzien van het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie met de implementatie van de Transparantierichtlijn op 1 januari 2009 zijn verhuisd naar hoofdstuk 5.1a).

Met de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik kwam een aantal nieuwe gebods- en verbodsbepalingen onder het toezicht van de AFM. De belangrijkste twee vernieuwingen waren 1) uitbreiding van het verbod op marktmanipulatie en 2) het toezicht van de AFM op het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie. Deze wijzigingen hebben het bestaande Europese regime aangaande marktmisbruik aangescherpt, uitgebreid en deels geharmoniseerd. De richtlijn beoogt een betere bescherming van de marktintegriteit op verschillende handelsplatformen binnen Europa.

In de eerste jaren van het toezicht op marktmisbruik stond vooral het uitleggen van de regels centraal door middel van regelmatig contact met marktpartijen. De afgelopen jaren heeft de AFM meerdere informatiebrochures uitgegeven en leidraden (guidance) gepubliceerd, zoals de leidraad manipulatieve handelspatronen¹ over de manier waarop de AFM het verbod op marktmanipulatie interpreteert en in de praktijk toepast. Ook de rechter heeft zich uitgesproken over hoe regels geïnterpreteerd moeten worden.

Het belang van gelijke informatie voor beleggers heeft bij de AFM de afgelopen vijf jaar voorop gestaan. Veel aandacht is besteed aan het creëren van een *level playing field* waarbij koersgevoelige informatie zo snel mogelijk gepubliceerd moet worden. Koersgevoelige informatie algemeen verkrijgbaar stellen vermindert de kans op handel met voorwetenschap en helpt beleggers bij het nemen van hun beslissingen. De AFM heeft de criteria voor het tijdig publiceren van koersgevoelige informatie verder ingevuld gedurende de afgelopen vijf jaar. Discussies met marktpartijen gaan anno 2010 vooral nog over interpretaties van specifieke technische aspecten.

De AFM heeft punitief opgetreden tegen bedrijven die koersgevoelige informatie niet op tijd publiceerden, tegen beleggers die handelden met voorwetenschap en tegen meldingsplichtigen die

¹ De leidraad manipulatieve handelspatronen is te vinden op:

<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2009/feb/leidraad-handelspatronen.aspx>.

hun transacties niet tijdig bij de AFM hadden gemeld. Hiermee heeft zij de normen op dit gebied verder verduidelijkt.

Op dit moment staat de Europese Unie aan de vooravond van een herziening van de richtlijn Marktmissbruik. Er is veel veranderd in de markt in de afgelopen vijf jaar, onder meer door de toename van het aantal handelsplatformen en de snelheid van transacties. Mede door deze ontwikkelingen zijn wijzigingen in de wetgeving nodig. Dit rapport is een terugblik, maar is ook een mooie gelegenheid om vooruit te kijken. Het gaat daarom zowel in op hoe de AFM toezicht houdt, als op wensen en uitdagingen voor de toekomst.

Hoofdstuk 2 schetst een aantal marktontwikkelingen, die voor de AFM van belang zijn voor het toezicht op marktmissbruik. Hoofdstuk 3 gaat vervolgens in op de manier waarop de AFM toezicht houdt. In Hoofdstuk 4 wordt per marktmissbruikthema ingegaan op regelgeving, taakstelling en evaluatie. Het rapport sluit af met een algemene conclusie.

Dit rapport geeft een overzicht van de gebeurtenissen van de afgelopen vijf jaar en heeft een informatief doel waaraan geen rechten kunnen worden ontleend. Het rapport pretendeert niet volledig te zijn, het heeft ook niet de intentie om guidance over wet- en regelgeving te geven. Op www.afm.nl kunt u relevante wetgeving en brochures over marktmissbruik raadplegen.

2 Marktontwikkelingen in de afgelopen vijf jaar

De AFM kreeg in oktober 2005 het toezicht op marktmisbruik onder haar hoede. Tot dan toe hield de toezichthouder alleen toezicht op mogelijke handel met voorwetenschap. De gevolgen van de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik waren onder meer een uitbreiding van het verbod op marktmanipulatie en een overgang van het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie door beursgenoteerde ondernemingen van Euronext Amsterdam naar de AFM (voorheen neergelegd in bepaling 28h Fondsenreglement van Euronext).

De financiële markten zijn steeds internationaler geworden en volop in beweging: van het verminderen van beschermingsconstructies in het voordeel van de macht van aandeelhouders, tot invoering van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) die toenemende concurrentie tussen handelsplatformen beoogde. Securitatie, het opknippen en herverpakken van schulden op basis van verwachte kredietwaardigheid, droeg bij aan de vervlechting en complexiteit van de financiële wereld. Met het faillissement van Lehman Brothers in 2008 werd al snel duidelijk dat de Amerikaanse kredietcrisis ook Europa zou raken.

In de tweede helft van 2008 was sprake van aanhoudende onrust op de financiële markten. Wereldwijd slecht nieuws over met name financiële instellingen leidde tot onrust onder beleggers en bleek een voedingsbodem voor geruchten. Er leek meer valse en verkeerde informatie bewust in de markt te worden gebracht. In de uitzonderlijke omstandigheden van eind 2008 beschouwde de AFM handelswijzen die erop gericht waren de koers van financiële waarden naar beneden te brengen, als verboden marktmanipulatie. De AFM startte een aantal onderzoeken, waarbij internationale samenwerking en informatie-uitwisseling essentieel bleek. Niet alleen opereren bedrijven steeds internationaler, ook het verspreiden van geruchten en het delen van koersgevoelige informatie is niet tot de landsgrenzen beperkt. De AFM werkt daarbij intensief samen met collega-toezichthouders.

In dit hoofdstuk worden de marktontwikkelingen besproken die van invloed zijn op het toezicht op marktmisbruik. Hierbij gaat het rapport in op nieuwe handelsplatformen, *High Frequency Trading* (HFT), de rol van aandeelhouders, fusies en overnames en *short selling* van zowel aandelen als staatsobligaties.

2.1 De opkomst van een nieuwe generatie georganiseerde handelssystemen

Met de komst van de MiFID in november 2007 veranderde het wettelijk kader voor handelsplatformen. De MiFID speelde in op de opkomst van een nieuwe generatie van georganiseerde handelssystemen die zich parallel aan de gereguleerde markten ontwikkelden, zoals *Multilateral Trading Facilities* (MTF's). De MiFID gaf de ontwikkeling van deze nieuwe generatie een steuntje in de rug door ze een formele juridische status te geven. Tegelijkertijd stelt de MiFID aanvullende eisen aan MTF's. De MiFID beoogt de concurrentie tussen verschillende handelsplatformen (gereguleerde markten en MTF's) te bevorderen.

Tot enkele jaren geleden bestond in enkele Europese landen nog de zogeheten 'beursplicht'. Alle transacties van particulieren in beursgenoteerde ondernemingen moesten via een beurs verlopen. De exploitanten van de traditionele aandelenmarkten in Europa (bijv. NYSE Euronext, London Stock Exchange, Deutsche Börse) zagen het grootste deel van de transacties via hun platformen verlopen. Europese regelgeving maakte een eind aan deze verplichting. Vooral in Londen werden nieuwe

vormen van verhandeling ontwikkeld, waarbij transacties ook plaatsvonden op niet-gereguleerde markten.

Naast transacties van particulieren, zijn er beleggingsondernemingen die voor rekening van cliënten orders in aandelen uitvoeren. Sommigen van hen waren van mening dat orders goedkoper konden worden uitgevoerd zodra die werden geleid naar een handelsplatform dat door henzelf werd geëxploiteerd. Enkele beleggingsondernemingen vroegen daarvoor dan ook een vergunning aan.

Ook bestond er vooral bij institutionele beleggers de behoefte aan een plaats waar grote aandeelorders discreet en zonder al te veel invloed op de koersvorming van het betreffende aandeel konden worden uitgevoerd. Dit alles leidde tot een sterke groei van het aantal MTF's. Volgens de MiFID-database van het *Committee of European Securities Regulators (CESR)*² geraadpleegd op 19 oktober 2010, zijn in de Europese Unie 92 gereguleerde markten en 139 MTF's actief. Op 1 november 2007 waren er 93 gereguleerde markten en 84 MTF's. Het aantal MTF's in de Europese Unie neemt dus aanzienlijk toe.

Om te voorkomen dat beleggers door al deze platformen niet meer kunnen overzien of ze een redelijke prijs krijgen voor hun stukken, kent de MiFID de *best execution*-regel. Deze regel verplicht beleggingsondernemingen, bij de uitvoering van orders voor rekening van cliënten, alle redelijke maatregelen in acht te nemen om het best mogelijke resultaat voor hen te behalen. De verplichting tot vergelijking tussen plaatsen van uitvoering stimuleert tegelijkertijd de concurrentie tussen handelsplatformen.

Voor de handel in Nederlandse aandelen zijn de belangrijkste MTF's Chi-X, BATS Trading Europe, Turquoise en NYSE Arca Europe. Daarnaast heeft TOM in 2010 een vergunning gekregen om als MTF te opereren. Voor maart 2007, toen Chi-X werd opgericht, verliep het leeuwendeel van de transacties via Euronext Amsterdam. In 2010 is dit teruggelopen tot ongeveer tweederde van de transacties. De omzet op MTF's bedraagt in de eerste maanden van 2010 circa 25% van de totale omzet op Europese aandelenplatformen. Voordat de MiFID in werking trad, verliep de handel grotendeels over gereguleerde markten.

De versnippering van de markt in financiële instrumenten zet steeds verder door. De toename van het aantal platformen heeft praktische gevolgen voor het toezicht op marktmisbruik. In 2005 kon de toezichthouder hoofdzakelijk volstaan met het toezicht op transacties die afgehandeld werden op NYSE Euronext Amsterdam. Door versnippering van de handel, is het tegenwoordig noodzakelijk om naar een veelheid van platformen te kijken. Om de decentralisatie van de transacties te stroomlijnen, zijn alle beleggingsondernemingen verplicht om hun transacties te melden aan de voor hen relevante toezichthouder. De internationale samenwerking tussen toezichthouders bij transactieplichting en de wijze waarop beleggingsondernemingen dit moeten doen, worden beschreven in Hoofdstuk 3.5.

2.2 High Frequency Trading

Technologische innovaties en significante veranderingen in de structuur van het Europese marktlandschap hebben de afgelopen jaren bijgedragen aan een sterk groeiende aanwezigheid van HFT op Europese handelsplatformen. De komst van MTF's heeft HFT en *algorithmic trading*

² <http://mifidatabase.cesr.eu/>.

gestimuleerd. De indruk is dat HFT ertoe heeft geleid dat de liquiditeit is toegenomen, al bestaat er discussie over de precieze kwaliteit van deze liquiditeit. Het aantal transacties en orders is exponentieel gegroeid, maar tegelijkertijd is de transactiegrootte sterk gedaald. Er bestaat discussie over het netto resultaat van deze ontwikkelingen. De AFM zal in een apart rapport verder aandacht besteden aan HFT.

HFT is geen strategie op zichzelf, maar een middel om geautomatiseerd bepaalde complexe handelsstrategieën te optimaliseren, te implementeren en uit te voeren. Als middel om bepaalde handelsstrategieën mee uit te voeren, kan HFT ook worden misbruikt voor marktmanipulatie. Vanuit dat perspectief heeft de AFM dan ook bijzondere aandacht voor HFT, zij het in het besef dat HFT op zichzelf een legitieme techniek is die onder normale omstandigheden geen marktmisbruik behelst. Dit rapport gaat in Hoofdstuk 4.3 verder in op de kenmerken van marktmanipulatie.

2.3 Rol van aandeelhouders

In het corporate governance-debat wordt een sterkere rol van aandeelhouders gezien als een oplossing voor het verbeteren van het systeem van *checks* en *balances* van ondernemingen. In de periode van 2005 tot 2008 waren met name hedge funds heel actief als aandeelhouders. Zij brachten in de praktijk wat de commissie Tabaksblat van aandeelhouders verwachtte: het bestuur en de raad van commissarissen ter verantwoording roepen en druk uitoefenen om de corporate governance structuur te wijzigen.

Het optreden van aandeelhouders kan onder omstandigheden bewerkstelligen dat koersgevoelige informatie ontstaat, in het bijzonder als het gaat om duurzaam samenwerkende aandeelhouders die strategische koerswijzigingen van de onderneming willen bewerkstelligen. Dergelijk optreden was voor Nederland een relatief nieuw fenomeen dat toezichtrisiko's met zich meebracht. Om risico's in kaart te brengen, voerde de AFM in 2006 analyses uit en voerde gesprekken met ondernemingen, aandeelhouders en advocaten. Ook was er zowel telefonisch als schriftelijk contact met (groot)aandeelhouders om hen te wijzen op het risico van manipulatie.

Zodra beleggers uitspraken doen die feitelijk onjuist of incompleet zijn, substantiële belangen in de beursgenoteerde ondernemingen niet melden of zinspelen op het doen van een (concurrerend) openbaar bod, wordt het publiek beïnvloed en bestaat de gerede kans dat het publiek wordt misleid. Dit rapport gaat hierop in Hoofdstuk 3 en 4 verder in. In concrete gevallen van bekende acties van (groot)aandeelhouders heeft de AFM nader onderzoek gedaan, waarbij geverifieerd werd of aan de marktmanipulatie-, meldings- en/of biedingsregels werd voldaan en of claims op waarheid berustten. Echter, wanneer het anonieme, feitelijk onjuiste berichten in de kranten betrof, bleek het moeilijk te onderzoeken wie er achter dergelijke geruchten schuil ging.

2.4 Ontwikkelingen in de markt voor fusies en overnames

Er verschenen vanaf 2006 relatief veel openbare biedingen die werden uitgebracht zonder de steun of instemming van het bestuur van de beursgenoteerde onderneming, de doelvennootschap. Tegelijk met deze vijandige biedingen was er een toename in het aantal concurrerende biedingen zichtbaar, waarbij meerdere partijen op één en dezelfde doelvennootschap boden. Deze ontwikkelingen zorgden voor de roep om een 'marktmeester' die als nieuwe, onafhankelijke autoriteit de regie zou moeten hebben over effectenrechtelijke onderwerpen en vennootschapsrechtelijke aspecten van een

openbaar bod. Ook werd er gepleit voor aanpassing van de regels van het bestaande systeem van rechtsprekende macht en toezichhoudende instanties.

In dezelfde tijd werden de openbare biedingsregels aangepast om de Overnamerichtlijn³ in de Nederlandse wetgeving te implementeren. Persberichten in het kader van biedingen hoeven sindsdien niet langer vooraf ter beoordeling te worden voorgelegd aan de AFM. Aangezien het voornemen tot uitbrengen van een bod koersgevoelige informatie kan zijn, schrijven de regels voor dat het persbericht gelijktijdig met de openbaarmaking aan de AFM wordt toegestuurd. Ook werd het zogenoemde verplichte bod in Nederland geïntroduceerd en is het verbod op een rauwelijks bod⁴ afgeschaft, waardoor het mogelijk werd om zonder enig voorafgaand contact met de doelvennootschap een vijandig bod aan te kondigen.

2007 kenmerkte zich niet alleen door meer vijandige en een groter aantal concurrerende biedingen en aandeelhoudersactivisme, maar ook door een groter aantal biedingen in absolute zin, te weten meer dan twintig ten opzichte van zo'n tien à twaalf gemiddeld in andere jaren. Voorbeelden van vijandige en/of concurrerende biedingen zijn ABN AMRO, Hagemeyer en Tele Atlas. Vanaf 2009 werd de kredietcrisis goed merkbaar in de markt voor openbare biedingen; het aantal biedingen daalde aanzienlijk en deze situatie zet zich voort in de eerste kwartalen van 2010.

Het 'marktmeesterdebat' werd ook in de Tweede Kamer gevoerd. Na consultatie van de markt over de wenselijkheid van een marktmeester, is besloten dat deze er niet komt. In een zogenoemde marktmeesterbrief van het ministerie van Financiën⁵ zijn wel aanbevelingen voor aanpassing van de biedingsregels gedaan. Vervolgens heeft het ministerie in de zomer van 2010 een ontwerp voor aanpassing van de biedingsregels ter consultatie voorgelegd. Deze regels zullen waarschijnlijk in de eerste helft van 2011 in werking treden.

2.5 Kredietcrisis: maatregelen short selling aandelen, transparantie staatsobligaties

Na het faillissement van Lehman Brothers in september 2008 namen toezichhouders op de belangrijkste kapitaalmarkten maatregelen tegen short selling van aandelen van (beursgenoteerde) financiële instellingen. Short selling is het verkopen van effecten die men niet in bezit heeft, om zo te kunnen profiteren van een daling van de beurskoers. Ook de AFM nam dergelijke noodmaatregelen, die ze gedurende de kredietcrisis in stand hield.

Short selling is in beginsel een legitieme activiteit die positieve effecten kan hebben voor beleggers en de handel. Onder bijzondere marktomstandigheden kan short selling echter een negatieve invloed hebben op de goede werking, en daarmee de stabiliteit, van de financiële markt. Daarnaast bestaat er een risico op marktmanipulatie. De bijzondere marktomstandigheden, die tijdens de kredietcrisis heersten, vergrootten de risico's die gepaard gaan met short selling. In het najaar van 2008 stonden de beurskoersen van financiële instellingen sterk onder druk door de verslechterde omstandigheden en reageerden ze heftig op slecht nieuws. Dergelijke omstandigheden maakten dat de AFM ingreep aangezien ze het niet verantwoord vond dat een verstoring van ordelijke en transparante financiële

³ Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod.

⁴ Een openbaar bod waarvoor geldt dat de bieder niet verplicht is tot voorafgaande kennisgeving c.q. overleg.

⁵ De uitkomsten van de consultatie marktmeester zijn te vinden op:

http://www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2009/09/Uitkomsten_consultatie Marktmeester.

marktprocessen kon leiden tot financiële instabiliteit. De AFM heeft daarom tijdelijke maatregelen genomen om short selling in aandelen van Nederlandse financiële ondernemingen te beperken en transparant te maken.

Naast short selling van aandelen, kan ook op de vastrentende markt short worden gegaan. In het tweede kwartaal van 2010 was er sprake van een crisis op de markt voor Europese staatsobligaties. Deze crisis ontstond in reactie op een verslechtering van de overheidsfinanciën van enkele eurolanden. Hoge staatsschulden, zwakke begrotingsdiscipline en een economische recessie leidden tot twijfel over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van bijvoorbeeld Griekenland. Op verzoek van de minister van Financiën heeft de AFM een onderzoek uitgevoerd naar de rol van speculatie in de crisis op de Europese staatsobligatiemarkt.⁶ De Tweede Kamer had de minister hierom verzocht. De AFM heeft geen aanwijzingen gevonden dat marktpartijen de obligatiemarkt hebben gemanipuleerd. De ontwikkelingen in de financiële markt waren een reactie op de problemen in onder meer Griekenland, maar niet de oorzaak ervan.

De staatsobligatiemarkt is echter geen perfecte markt. De prijzen waartegen de obligaties worden verhandeld, zijn slechts gedeeltelijk inzichtelijk omdat een groot deel van de handel onderhands plaatsvindt. Hierdoor kunnen marktpartijen niet altijd goed inschatten welke prijs ze voor een obligatie moeten betalen. *Credit Default Swaps* (CDS)-prijzen worden soms gebruikt om de prijs van obligaties te bepalen, maar kunnen een vertekend beeld geven van de onderliggende waarde en de risico's op de obligatiemarkt.

Ook voor de toezichhouder is de markt slechts gedeeltelijk inzichtelijk. De AFM heeft momenteel geen zicht op de posities en strategieën van marktpartijen, en kan daarom pas achteraf beoordelen wat de oorzaak van marktbevingen is en of ingrijpen noodzakelijk is. Ten slotte is het voor marktpartijen niet eenvoudig om de risico's waar zij aan blootgesteld zijn met *Credit Default Swaps* en andere derivaten goed te identificeren en te beheersen.

Gelet op de imperfecties van de staatsobligatiemarkt vindt de AFM dat Europese regelgeving nodig is die de transparantie, de infrastructuur en het toezicht op de staatsobligatiemarkt verbetert. De AFM is geen voorstander van beperkende maatregelen ten aanzien van short selling of het kopen van ongedekte CDS. Deze maatregelen worden genoemd om speculanten tegen te houden, maar zouden ook de prijsvorming kunnen verslechteren en de mogelijkheden van het afdekken van risico's beperken. Belangrijker is dat er internationale regelgeving komt die consistent is en transparantie biedt voor de belegger, zowel op de markt voor aandelen als vastrentende waarden. Deze regelgeving moet daarnaast de inzichtelijkheid van de omvang van significante shortposities voor de toezichhouder vergroten en centrale verhandeling bevorderen.

⁶ Het AFM-rapport 'De staatsobligatiemarkt in Europees perspectief' is te vinden op:
<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2010/sep/maatregelen-staatsobligaties.aspx>.

3 Hoe de AFM toezicht houdt

Dit hoofdstuk beschrijft hoe de AFM omgaat met signalen van marktmisbruik door in te gaan op het onderzoeksproces, de meldingsplicht van verdachte transacties, de melding van belangen en de rapportageverplichting van transacties.

3.1 Het signaleren van mogelijk marktmisbruik

De AFM zoekt naar signalen van mogelijk marktmisbruik met behulp van het vakmanschap van de toezichthouders, die een achtergrond hebben als analist, handelaar, vermogensbeheerder, IT-specialist of beursmedewerker. Zij gebruiken hun kennis en ervaring om koers- en volumeontwikkelingen in de gaten te houden, in samenhang met nieuws uit allerlei nieuwsbronnen:

- persberichten die de uitgevende instellingen aan de markt (en de AFM) sturen;
- (economisch) nieuws via *data-vendors* als Thomson/Reuters en Bloomberg, internet (fora), kranten, TV en radio, etc.;
- *real-time* handelsinformatie van de beurs, waardoor de AFM kan zien welke *member of trader* handelt.

De combinatie van deze informatie leidt tot signalen van mogelijk marktmisbruik. Deze signalen worden eerst verder onderzocht op verklaarbare, dan wel onverklaarbare ontwikkelingen die al dan niet zijn toegestaan. Naar aanleiding hiervan wordt eventueel verdere actie ondernomen. Indien nodig neemt de AFM real-time contact op met marktpartijen bij mogelijke overtredingen.

BOX 3.1: Real-time toezicht

Het real-time toezicht op marktmisbruik dat voorheen door Euronext Amsterdam werd uitgevoerd, is in 2005 overgegaan naar de AFM. De AFM heeft daarbij een aantal maatregelen van de wetgever tot haar beschikking gekregen die de AFM in staat moeten stellen de betreffende wettelijke bepalingen real-time te handhaven. Deze maatregelen zijn het geven van een aanwijzing aan een onder toezicht staand handelsplatform met betrekking tot:

- het opschorten of schorsen van de handel in een financieel instrument vanwege het vermoeden van uitgelekte koersgevoelige informatie, handel met voorwetenschap of vanwege het vermoeden van marktmanipulatie;
- het doorhalen van transacties in financiële instrumenten die door marktmanipulatie tot stand zijn gekomen.

De AFM kan eveneens een aanwijzing geven aan een uitgevende instelling met betrekking tot:

- het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie.

De AFM is gestart met het real-time toezicht op marktmisbruik met als doel het vertrouwen van beleggers in de financiële markt te behouden. Dit wordt onder meer bereikt doordat beleggers onverwijld en gelijktijdig op de hoogte worden gesteld van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen. Voor de AFM betekent dit in de praktijk dat een handelsmaatregel snel en op juiste gronden moet worden genomen en dat een beslissing snel aan een handelsplatform, een uitgevende instelling, een beleggingsonderneming en/of het publiek moet worden gecommuniceerd dan wel opgelegd.

Om op effectieve wijze gebruik te kunnen maken van haar bevoegdheden dient de AFM ze onverwijld in te zetten. Achteraf of te laat ingrijpen in de handel en ingrijpen op basis van niet volledige of onjuiste waarnemingen, is niet in het belang van beleggers en de adequate werking van effectenmarkten. Doordat de handel tegenwoordig steeds meer *high speed* en geautomatiseerd verloopt, zal de impact van marktmisbruik op de markt alleen maar sneller plaatsvinden en grotere gevolgen hebben. Snelle en correcte handelsmaatregelen zijn nodig om de schade te beperken. Dit kan alleen als de markt real-time wordt gevolgd.

In 2005, met de invoering van de nieuwe toezichtstaken, heeft de AFM een monitoringkamer ingericht en onder andere het monitoringsysteem van Euronext overgenomen om de handel op Euronext Amsterdam real-time te volgen. Op basis van niet-anonieme order- en transactiegegevens van (cliënten van) beleggingsondernemingen die in dit monitoringsysteem real-time zichtbaar zijn, kan de AFM zich snel een beeld vormen van gebruikelijke en ongebruikelijke handelsbewegingen van marktpartijen, die plaatsvinden in financiële instrumenten die verhandeld worden op het platform van Euronext Amsterdam. Met behulp van deze data is de AFM in staat om actief toezicht te houden op marktmisbruik.

Dit monitoringsysteem heeft de AFM in de afgelopen vijf jaar in staat gesteld om snel en efficiënt in de handel in te grijpen en (verdere) schade als gevolg van marktmisbruik te voorkomen. De handelsonderbrekingen die de AFM bijvoorbeeld in 2007 in Numico N.V. en Vedior N.V. heeft doorgevoerd - gebaseerd op het vermoeden van handel met voorwetenschap van uitgelekte koersgevoelige informatie - hebben aangetoond dat door het herkennen van het handelsgedrag van individuele beleggingsondernemingen, de AFM sneller tot de conclusie kon komen dat vermoedelijk sprake was van uitgelekte koersgevoelige informatie. De AFM heeft in dit verband inmiddels diverse maatregelen genomen.

De informatie uit het monitoringsysteem heeft de beslissing om een handelsmaatregel in financiële instrumenten te treffen, aanzienlijk versneld. Als de AFM op de hoogte is gebracht dat een uitgevende instelling op het punt staat om koersgevoelige informatie te publiceren, zet de AFM de financiële instrumenten op een *watchlist*. Het handelsgedrag van beleggingsondernemingen in deze instrumenten wordt extra nauwlettend gevolgd om mogelijk eerder uitlekken van de koersgevoelige informatie te herkennen. De AFM kan door middel van automatisch gegenereerde alerts onmiddellijk op afwijkend handelsgedrag worden gewezen en, waar noodzakelijk, direct ingrijpen.

Ook als het gaat om marktmanipulatie heeft de AFM diverse keren in de markt geïntervenieerd, omdat dankzij het monitoringsysteem het vermoeden bestond dat een (cliënt of handelaar van een) beleggingsonderneming de koers of het volume van een financieel instrument op een kunstmatig niveau aan het brengen was. De AFM pleegt telefonische interventies om het motief van handelsgedrag te achterhalen en marktmanipulatie direct te stoppen, zodat eventuele (verdere) schade in de markt kan worden voorkomen. De informatie over (cliënten of handelaren van) beleggingsondernemingen die voor deze interventies nodig zijn, is eveneens afkomstig uit de niet-anonieme handelsgegevens uit het monitoringsysteem.

In aanvulling op het real-time toezicht heeft de AFM een detectie & analysesysteem. Transacties en orders die op NYSE Euronext plaatsvinden en transacties in Nederlandse instrumenten of daarvan afgeleide producten die door beleggingsondernemingen en collega-toezichthouders worden gemeld, worden in het detectie & analysesysteem opgeslagen. Met behulp van een aantal modellen in dit systeem worden dagelijks alerts gegenereerd die duiden op potentieel marktmisbruik, met name ten

aanzien van marktmanipulatie en handel met voorwetenschap. De AFM analyseert vervolgens de door het detectie & analysesysteem gegenereerde alerts. Op deze manier kan de AFM actief een aantal vormen van marktmisbruik opsporen. Ten slotte maakt het systeem het beter mogelijk potentieel marktmisbruik te ontdekken in liquide fondsen. Het detectie & analysesysteem heeft al een aantal bruikbare signalen opgeleverd voor verder onderzoek.

3.2 Verloop van onderzoek

Nadat er een eerste analyse is gemaakt, wordt elk signaal van mogelijk marktmisbruik door de onderzoeksafdeling van de AFM opnieuw beoordeeld of het gesignaleerde gedrag inderdaad een overtreding kan zijn van de marktmisbruikbepalingen. De AFM kijkt hierbij niet alleen naar de algemene beweging op de beurs, maar ook naar het handelsgedrag van individuele partijen en relevante, openbare bronnen. Om efficiënt met beschikbare middelen om te gaan, wordt een inschatting gemaakt hoe kansrijk een eventueel op te starten onderzoek is.

Elk onderzoek dat wordt gestart, richt zich op mogelijke overtreding van het verbod op handel met gebruik van voorwetenschap, het niet onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie, het verbod op marktmanipulatie of een combinatie hiervan. In de loop van een onderzoek kan de onderzoeksscope worden uitgebreid naar overtredingen zoals die van het mededelingsverbod, het tipverbod en/of het niet melden van een verdachte transactie, *insider* transacties of substantiële belangen. Als blijkt dat een buitenstaander heeft gehandeld met voorwetenschap, dan kan de informatie bijvoorbeeld afkomstig zijn geweest van een 'insider' die het mededelingsverbod of het tipverbod heeft overtreden. Ook kan uit het onderzoek blijken dat de beleggingsonderneming namens welke verdachte transacties werden verricht, deze ten onrechte niet bij de AFM heeft gemeld. Na het vaststellen van de onderzoekshypothese wordt bepaald welke overtredingen verder onderzocht worden en welke partijen worden benaderd voor relevante informatie.

De AFM vraagt bij beleggingsondernemingen uit binnen- en buitenland relevante transactiedata op. Bij buitenlandse data kan dat alleen via de betrokken buitenlandse toezichthouder. De AFM wil achterhalen voor wiens rekening de betreffende beleggingsonderneming in een bepaalde periode heeft gehandeld. Als het onderzoek daartoe aanleiding geeft, wordt van een specifieke, opvallend handelende cliënt van de beleggingsonderneming uitgebreidere informatie opgevraagd. In die gevallen wil de AFM inzicht krijgen in effectenportefeuille overzichten en 'ken-uw-client' informatie. Op die manier kan zij beoordelen of een bepaalde transactie of transactiepatroon past in het normale handelsgedrag van die cliënt.

Het opvragen van informatie kost niet alleen veel tijd voor zowel de beleggingsonderneming als de AFM, maar het leidt ook tot een lange looptijd van onderzoeken. Voor het opvragen van informatie over transacties die zijn verricht via binnenlandse ondernemingen, zijn gemiddeld twee informatierondes nodig. Voor het opvragen van informatie over transacties die zijn verricht via buitenlandse beleggingsondernemingen, zijn gemiddeld drie tot vier informatierondes nodig. De wachttijd voor de ontvangst van de informatie bedraagt tussen de drie en negen weken. Met name buitenlandse informatieverzoeken kunnen veel tijd kosten. Voor onderzoek is een verplicht *client-ID* nodig. Dit maakt direct inzichtelijk wie handelt en verkort de informatieverzoekperiode aanzienlijk. In Hoofdstuk 4.2 wordt het gebruik en nut van de client-ID verder uitgelegd.

Als bij beursgenoteerde ondernemingen informatie wordt opgevraagd, ligt de focus op:

- chronologische overzichten – wat voorafging aan publicatie van een koersgevoelig persbericht;
- insiderlijsten – wie vooraf op de hoogte waren;
- notulen van de vergaderingen van de directie en commissarissen – wanneer de beslissingen zijn genomen;
- e-mailverkeer van de betrokkenen – wat erover naar anderen is gecommuniceerd.

Aan professionele of particuliere beleggers kan de AFM bijvoorbeeld vragen naar de reden van het doen van bepaalde transacties, de relatie met bepaalde insiders of overzichten van effectenportefeuilles.

Gezien de ontwikkeling van de marktstructuur wordt elektronisch toezicht houden steeds belangrijker. De AFM zal in de komende jaren daarom meer nadruk leggen op het statistisch analyseren van transacties en koersbewegingen en met algoritmes zoeken in de gerapporteerde transacties. De AFM werkt op dit moment aan het vergroten van de effectiviteit in de voorwetenschapsonderzoeken met behulp van *data-mining* technieken. Hierdoor kunnen door het elektronisch zoeken in beschikbare informatie, verbanden gevonden worden. Dit zijn verbanden tussen

- handelende partijen onderling;
- tussen handelende partijen en de insiders van een uitgevende instelling; of
- tussen handelende partijen en externe adviseurs van uitgevende instellingen.

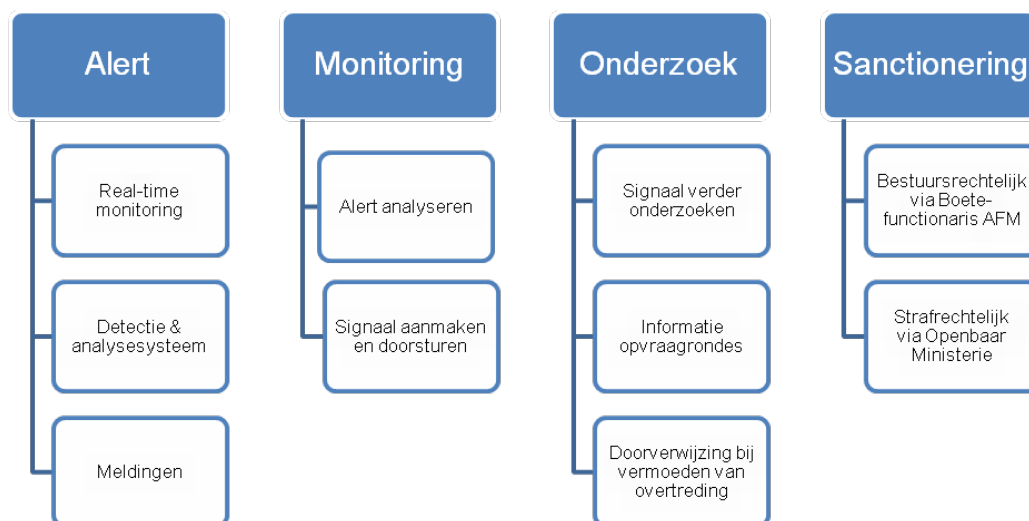
De verbanden hebben betrekking op een langere periode en zijn bruikbaar in verschillende onderzoeken.

Voor overtredingen waar de AFM onderzoek naar doet, geldt dat ze bestuursrechtelijk of strafrechtelijk kunnen worden afgedaan, maar niet allebei. Zodra het vermoeden van een overtreding is vastgesteld (en vaststaat dat deze overtreding zowel strafrechtelijk als bestuursrechtelijk kan worden bestraft), moet de AFM kiezen tussen aangifte doen bij het Openbaar Ministerie of zelf een boete opleggen. Dit in tegenstelling tot enkele van onze buurlanden, België en Frankrijk bijvoorbeeld, waar de toezichthouder zelf een boete kan opleggen en, voor dezelfde overtreding, ook aangifte kan doen bij het Openbaar Ministerie in dat land.

De keuze tussen boete opleggen of aangifte doen, maakt de AFM in overleg met het Openbaar Ministerie en de FIOD. Deze keuze is mede afhankelijk van de zwaarte van de overtreding, de grootte van het behaalde voordeel, of er sprake is van recidive, benodigde specifieke kennis en bevoegdheden en beschikbare capaciteit bij de verschillende instanties.

De samenwerking met het Openbaar Ministerie en de FIOD is adequaat en komt de handhaving van marktmisbruikregelgeving ten goede. Niettemin zou de AFM graag zien dat er meer capaciteit beschikbaar komt bij de strafrechtelijke afdoening van marktmisbruikdossiers. Ook heeft de AFM de voorkeur voor het publiceren van alle boetes in het kader van schikkingen die het Openbaar Ministerie treft met verdachten. Dit om parallel te lopen met de bestuursrechtelijke afdoening, waarbij de AFM deze algemene publicatieverplichting vanuit de Wft al heeft. Publicatie van alle boetes, dus bij afdoening via zowel bestuursrechtelijke als strafrechtelijke weg, komt zichtbaarheid van het toezicht op het voorkomen van marktmisbruik ten goede.

Het traject van alert tot sanctionering ziet er vereenvoudigd als volgt uit:



Als besloten wordt om het dossier bestuursrechtelijk af te handelen, stuurt de AFM een concept onderzoeksrapport aan de partij die verdacht wordt van de overtreding. Als de reactie van de partij geen aanleiding geeft tot wijziging van het opleggen van een bestuurlijke boete, wordt een definitief onderzoeksrapport opgesteld. Dit definitieve onderzoeksrapport, met de onderliggende stukken, wordt in dat geval overgedragen aan de (onafhankelijk van de onderzoekers opererende) boetefunctionaris van de AFM met het voorstel een boete op te leggen.

De boetefunctionaris neemt het onderzoeks dossier in ontvangst en stuurt een 'voornemen' tot het opleggen van een boete (dit is niet de boete zelf) aan de partij die volgens de AFM in overtreding is. Daarna wordt de overtreder opnieuw in de gelegenheid gesteld om op het voornemen te reageren. Vervolgens zal de onafhankelijke boetefunctionaris een advies aan het bestuur van de AFM uitbrengen over het al dan niet opleggen van een boete. Het AFM-bestuur neemt op basis van het advies een finaal besluit.

De overtreder kan bij de AFM bezwaar maken tegen het opleggen van een boete. Als dat wordt afgewezen, kan hij in beroep gaan bij de Rechtbank in Rotterdam. Op de uitspraak van de Rechtbank in Rotterdam kan in laatste instantie in hoger beroep gegaan worden bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb). Zowel de overtreder als de AFM kunnen naar het CBb stappen. Zodra de AFM overgaat tot het opleggen van een openbare waarschuwing, boete of last onder dwangsom, wordt het boetebesluit samen met een persbericht gepubliceerd. Vertrouwelijke informatie wordt hieruit verwijderd.

Als besloten wordt de zaak strafrechtelijk af te doen, doet de AFM aangifte en draagt zij daarmee het dossier over aan het Openbaar Ministerie. De rol van de AFM in het onderzoek is daarmee beëindigd.

BOX 3.2: Harm-Jan de Kluiver (secretaris VEVO, vereniging van beursgenoteerde ondernemingen)

Ondernemingen, markt en misbruik: Is er voldoende oog voor dilemma's in regelgeving en praktijk?

Voor beursgenoteerde ondernemingen is de wettelijke regeling betreffende marktmisbruik en de verschaffing van koersgevoelige informatie één van de meest lastige onderwerpen in de praktijk van alledag. Dan gaat het niet zozeer om 'klassieke' vragen zoals wanneer er wel of niet gehandeld mag worden of wanneer sprake is van voorwetenschap. Daar kunnen ondernemingen met een zekere omzichtigheid wel een weg in vinden, ook bevorderd door de voorlichtingsactiviteiten van de AFM. Veel lastiger zijn echter andere onderwerpen zoals (i) de vraag wanneer informatie publiek moet worden gemaakt, (ii) welke informatie onder welke voorwaarden met bepaalde aandeelhouders mag worden gedeeld (de zogenaamde *one-on-ones*) en (iii) de interactie met de AFM als de AFM eenmaal voornemens is een boetebesluit te nemen.

Voor de vraag wanneer informatie publiek moet worden gemaakt, moet eerst worden beoordeeld of sprake is van voorwetenschap. Vervolgens is cruciaal de zogenaamde 'uitstelregeling' vervat in art. 5:25i Wft. Wat betreft de eerste vraag was de praktijk lange tijd dat beoordeeld werd en moest worden of bij openbaarmaking sprake zou kunnen zijn van 'significante invloed' op de koers. Daarvoor kan men zeker een gevoel ontwikkelen. Inmiddels lijkt de AFM echter het accent te verschuiven naar wat een 'redelijk handelend belegger' waarschijnlijk relevant zal achten voor zijn beleggingsbeslissing. Dat criterium is echter zo ruim en open dat ondernemingen dat moeilijk vooraf kunnen bepalen. Dat wordt verder gecompliceerd door de weinig specifieke voorwaarden om informatie te kunnen uitstellen. Zoals bekend zijn dat (a) dat sprake is van een rechtmatig belang, (b) dat van uitstel geen misleiding te duchten is en (c) dat vertrouwelijkheid kan worden gewaarborgd. Deze voorwaarden zijn onduidelijk en behoeven uitleg en uitwerking. Bij die uitleg en uitwerking hebben beursgenoteerde ondernemingen niet steeds de indruk dat bij de AFM een groot gevoel bestaat voor, en een inzicht in, de dilemma's waarmee ondernemingen in de complexe werkelijkheid van alledag worden geconfronteerd. Sommige beslissingen van de AFM vestigen de indruk dat de AFM deze voorwaarden zeer restrictief uitlegt en beursgenoteerde ondernemingen niet een redelijke marge laat in haar beoordeling.

Ook wat betreft *one-on-ones* zou de AFM, in de visie van beursgenoteerd Nederland, meer oog moeten hebben voor de praktijk en de daaraan ten grondslag liggende ontwikkeling van het denken over corporate governance. Kort gezegd komt dat er op neer dat zowel grootaandeelhouders als de rechter onder omstandigheden verlangen dat de onderneming met (groot)aandeelhouders overlegt over hun zorgen en wensen. De relevante interpretaties van de AFM ter zake van het delen van vertrouwelijke informatie beperken die mogelijkheid tot cruciale voornemens in de overnamesfeer of het uitgeven of herplaatsen van financiële instrumenten. In het huidige tijdsgewricht geldt echter dat een ondernemingsbestuur het zich, steeds vaker, niet kan veroorloven om niet ook op andere terreinen substantiële steun van althans grootaandeelhouders te werven.

Ten slotte is er de procedure en gang van zaken als de AFM eenmaal het voornemen heeft gevormd om een boete ter zake van de vermelde regelgeving op te leggen. Beursgenoteerde ondernemingen hebben dan niet steeds het gevoel dat redelijk overleg met de AFM mogelijk is. Dat geldt zeker ook voor de bezwaarfase die niet als erg bemoedigend geldt. De samenstelling van de bezwaarcommissie is regelmatig nogal eenzijdig en het vertrouwen dat een objectieve toets plaats vindt, is beperkt. Dat leidt er zelfs toe dat er een neiging bij ondernemingen bestaat om zo'n

(hoor)zitting bij de bezwaarcommissie maar over te slaan. Constructieve contacten worden verder bemoeilijkt wanneer door de AFM een (externe) advocaat is ingeschakeld en de contacten via die advocaat laat lopen. Gelet op de status en bevoegdheden van de AFM, vinden ondernemingen het merkwaardig dat de AFM zich op deze wijze kan afschermen van directe contacten en direct overleg met de onderneming die voorwerp is van uitoefening van de wettelijke bevoegdheden die de AFM heeft.

Bij alle waardering voor de integriteit die voor de AFM ongetwijfeld uitgangspunt is bij de uitvoering van haar taken, is er in de visie van beursgenoteerde ondernemingen toch ruimte voor verbetering. Zoals gezegd bestaat bij die ondernemingen de indruk dat de AFM niet steeds oog heeft voor de dilemma's en de dynamiek waarmee een beursgenoteerde onderneming in de praktijk van alledag wordt geconfronteerd. Een verbetering van het begrip daarvoor, en het inzicht daarin, zou van de kant van beursgenoteerde ondernemingen graag op de agenda voor de komende vijf jaar worden gezet.

3.3 Meldingsplicht voor verdachte transacties

Een belangrijk instrument in het toezichtarsenaal van de AFM, is de meldingsplicht voor beleggingsondernemingen van een redelijk vermoeden van marktmisbruik. Op grond van de meldingsplicht voor verdachte transacties moet een beleggingsonderneming, die een redelijk vermoeden heeft dat een transactie of een opdracht tot een transactie in strijd is met het verbod op handel met voorwetenschap of het verbod op marktmanipulatie, dit vermoeden onverwijld melden aan de AFM. Iedere andere instelling of persoon, die een verdachte transactie of verdacht gedrag in de markt ziet, mag dergelijke vermoedens altijd op vrijwillige basis aan de AFM melden.

In 2006 zijn voor een aantal beleggingsondernemingen informatiebijeenkomsten over de meldingsplicht georganiseerd. Hierbij heeft de AFM feedback ontvangen op haar toezicht. Met een veelgestelde vragenlijst (FAQ) op haar website heeft de AFM geprobeerd aan de feedback tegemoet te komen. In 2007 is voor een aantal kleine en middelgrote beleggingsondernemingen, waarvan nog geen melding was ontvangen, nogmaals een informatiesessie georganiseerd. Doel hiervan was de meldingsplicht ook onder de aandacht van deze partijen te brengen en hen de mogelijkheid te bieden hun mening over de meldingsplicht te geven. De AFM kreeg hierdoor meer inzicht in de redenen waarom deze beleggingsondernemingen weinig tot geen meldingen hadden gedaan.

Ondanks inspanningen om de meldingsplicht onder de aandacht te brengen, neemt sinds 2006 het aantal meldingen dat de AFM ontvangt, gestaag af. In 2006 werden bijna veertig meldingen ontvangen; in 2009 was dit teruggelopen tot circa vijftien meldingen. Slechts 14 (circa 5%) van de actieve beleggingsondernemingen heeft in de periode 2005-2010 een melding gedaan bij de AFM, waarvan slechts tien ondernemingen meerdere meldingen hebben gedaan. Een viertal (vooral grote) ondernemingen heeft bijna driekwart van de meldingen gedaan. Van middelgrote en kleine beleggingsondernemingen is slechts een handvol meldingen ontvangen. De meldingen gaan hoofdzakelijk over handel met voorwetenschap door particuliere beleggers.

In een deel van de Europese Unie is het voor beleggingsondernemingen verplicht om actief transacties te monitoren. De AFM kent een passieve meldingsplicht: er hoeft niet actief naar verdachte transacties te worden gezocht. In sommige landen is sprake van actief toezicht gericht op het verkrijgen van meldingen, terwijl in andere landen (waaronder Nederland) de toezichthouder terughoudender optreedt.

De AFM heeft in 2010 een vergelijking gemaakt tussen de meldingen die zij ontvangt en de meldingen die andere Europese toezichthouders sinds 2007 hebben ontvangen. Nederland behoort tot de middenmoot qua aantal ontvangen meldingen. In de meeste Europese landen zijn gemiddeld genomen evenveel meldingen over handel met voorwetenschap als marktmanipulatie. Dit in tegenstelling tot de meldingen in Nederland, waar verreweg de meeste meldingen betrekking hebben op handel met voorwetenschap. De AFM inventariseert momenteel manieren om het aantal en de kwaliteit van de meldingen te verhogen. Daarnaast zoekt de AFM naar manieren om het terrein, waarop de meldingen betrekking hebben, te verbreden en dus ook meer meldingen over bijvoorbeeld marktmanipulatie te ontvangen.

De AFM heeft onlangs een enquête uitgestuurd naar de leden van CESR over onder meer handhaving van de meldingsplicht. Tussen januari 2007 en juli 2010 hebben acht van de 21 CESR landen (waaronder Nederland) maatregelen hebben genomen tegen beleggingsondernemingen die de meldingsplicht niet hebben nageleefd. De genomen maatregelen variëren van het opleggen van een geldboete tot het doen van een aangifte. In 2007 heeft de AFM een bestuurlijke boete van EUR 21.781 opgelegd aan KopVos & Partners B.V. voor het niet melden van een redelijk vermoeden van gebruik van voorwetenschap door één van haar cliënten in 2006.

Voor het melden van verdachte transacties, is Portal AFM beschikbaar. Via de Portal kunnen koersgevoelige informatieberichten worden aangeleverd, maar ook verplichte meldingen van verdachte transacties door een beleggingsonderneming kunnen worden gemeld. Gebruikers kunnen de berichten en meldingen beveiligd naar de AFM sturen door op de Portal in te loggen met behulp van een gebruikersnaam en wachtwoord. Door het gebruik van Portal AFM kan men door een paar elektronische handelingen veilig aan de verplichting voldoen en worden administratieve lasten tot een minimum beperkt.

3.4 Melding van belangen

Er bestaat een meldingsplicht voor substantiële belangen in beursgenoteerde ondernemingen. De stemverhouding tussen aandeelhouders is van belang, zo ook voor investeerders om te weten welke andere partijen grote blokken stemmen houden. Om investeerders in staat te stellen het percentage van het kapitaal en het aantal stemmen dat zij houden te berekenen, is er een meldingsplicht voor de uitgevende instelling om het totale uitstaande kapitaal en het aantal stemmen te melden.

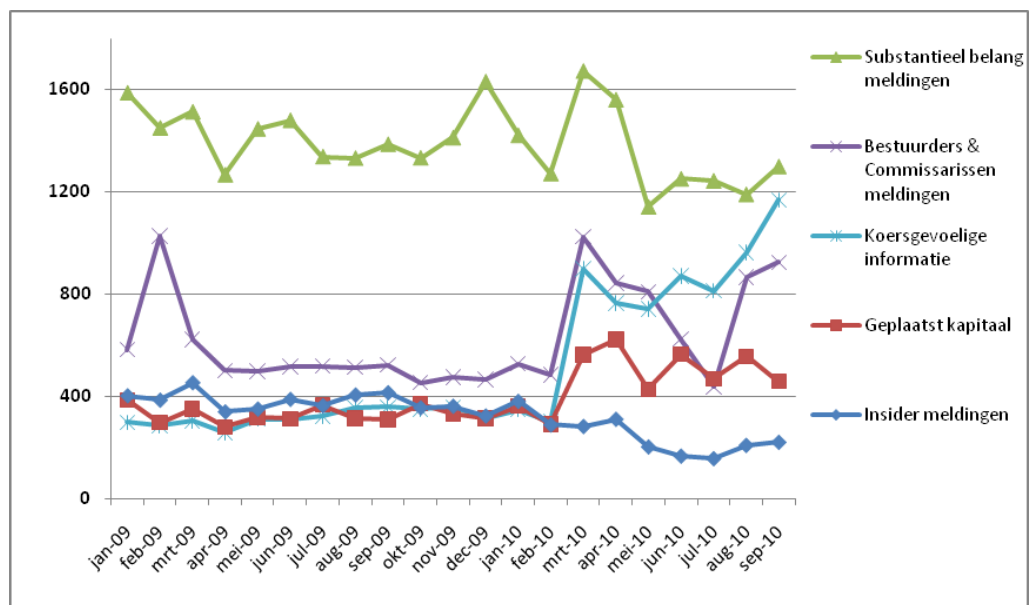
De belangen van de ondernemingsleiding lopen over het algemeen niet gelijk met die van de aandeelhouders van een onderneming. Om deze belangen meer te stroomlijnen, betalen ondernemingen hun bestuur voor een deel uit in aandelen en opties. Ook kan het aantal aandelen dat het bestuur heeft of koopt een indicatie zijn voor het vertrouwen dat zij in hun bedrijf hebben. Voor insiders (bestuurders en commissarissen van een uitgevende instelling en overige insiders) bestaat daarom de verplichting transacties die ze doen aan de AFM te melden.⁷ De AFM maakt deze transacties vervolgens publiek via de registers op haar website. Voor het doen van meldingen kan sinds oktober 2006 gebruik worden gemaakt van Loket AFM. Door het gebruik van de beveiligde toegang kan men door een paar elektronische handelingen veilig aan de meldingsplicht voldoen met minimale administratieve lasten.

⁷ Zie Wft 5:48, 5:60 en verder.

Jaarlijks informeert de AFM per e-mail de complianceafdeling van de uitgevende instellingen die namens bestuurders en commissarissen de meldingen verrichten over praktische zaken. Te denken valt aan hoe bepaalde transacties in Loket AFM gemeld moeten worden, bijvoorbeeld het ongebruikt aflopen van personeelsopties of de toekenning van claimrechten. De beschikbare voorlichtingsbrochures voor uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen en houders van substantiële deelnemingen, geven de markt inzicht in de verschillende meldingsregelingen.

Uit inventarisatie door de AFM in 2009 en 2010 onder meldingsplichtigen komt naar voren dat men voor het doen van meldingen van substantiële belangen veelal gebruik maakt van automatische systemen. Meestal zijn zowel de compliance- als de juridische afdeling betrokken bij het doen van een melding aan de AFM. Voor veranderingen in wetgeving worden externe adviseurs ingeschakeld. Veranderingen in wetgeving worden intern via intranet, informatiebijeenkomsten of per e-mail aan de betrokkenen gecommuniceerd.

De invulling van het toezicht op de meldingsregelingen begint bij het nakijken op juistheid en volledigheid van de ontvangen meldingen en deze vrij te geven voor de AFM-registers. De registers op de AFM-website zijn voor iedereen te raadplegen. In onderstaande grafiek is het aantal unieke bezoekers van de AFM-registers per maand opgenomen, inclusief de onderwerpen waar de bezoeker in geïnteresseerd was.



In de registers van de meldingen kan gezocht worden op bijvoorbeeld datum, uitgevende instelling of meldingsplichtige. Ook bestaat de mogelijkheid overzichten van gedane meldingen te downloaden. Om op de hoogte te worden gehouden van wijzigingen in de registers kan men gebruik maken van de registerupdateservice. Zo kan onder meer worden nagegaan of men meldingsplichtig wordt als houder van een substantiële deelneming door een wijziging van het aandelenkapitaal van de uitgevende instelling. De *updateservice*, de registers en Loket AFM worden in het algemeen als bruikbaar en gebruiksvriendelijk ervaren.

Voor de meeste meldingsplichten geldt dat men onverwijld (wijziging van) een aandelenbezit aan de AFM moet melden. Wanneer dit niet tijdig gebeurt, informeert de AFM bij de meldingsplichtige waarom verlaat is gemeld. In enkele gevallen constateert de AFM dat substantiële belangen niet bij

de AFM zijn gemeld, wat een ernstige overtreding betekent. De AFM maakt op basis van de reactie van de meldingsplichtige bij elke overtreding de afweging welk sanctiemiddel, gezien de ernst van de overtreding en de mate van verwijtbaarheid, passend is. Bij de afweging zijn van belang:

- de mate van te laat melden;
- het aantal en de grootte van de transacties;
- de omstandigheden rondom de transacties zoals vergroten of afbouwen van een substantieel belang;
- of de transactie op andere wijze in de markt transparant was (prospectus, persbericht);
- of sprake is van recidive.

Daarnaast wordt gekeken of er samenhang is met andere overtredingen zoals vermoeden van handelen met voorwetenschap.

Op grond van de 'Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities' geldt er eveneens een meldingsplicht voor het innemen van een short positie. De AFM heeft sinds 1 oktober 2008 ongeveer tachtig meldingen van short posities ontvangen.⁸ Het grootste gedeelte betreft dagelijkse meldingen aan de AFM van de meldingsplichtige shortpositie, ongeacht of een drempelwaarde werd bereikt, onder- of overschreden.

De transacties die zichtbaar zijn via de systemen van NYSE Euronext en in de transactierapportages van beleggingsondernemingen, leveren de AFM echter geen inzicht op in de posities die partijen innemen. De AFM vraagt daarom informatie op bij die partijen om de short selling posities van de uiteindelijke cliënten te kunnen beoordelen. De informatie die wordt opgevraagd geeft inzicht in het handelsgedrag van marktpartijen en in de hoeverre een partij voldoet aan de short selling regelgeving. Naar aanleiding hiervan heeft de AFM tot nu toe zo'n zeventig keer een onderzoek ingesteld met betrekking tot mogelijke overtreding van de regels. De meest voorkomende reden voor een onderzoek was het feit dat partijen mogelijk meldingsplichtige short posities innamen. Hierbij heeft de AFM als uitkomst van enkele onderzoeken een normoverdragende brief gestuurd. Ernstige overtredingen is de AFM tot op heden niet tegengekomen.

3.5 Rapporteren transacties

Concurrentie op handelsplatformen heeft geleid tot gedecentraliseerde informatie over vraag en aanbod van financiële instrumenten. Daarnaast worden veel aandelen *over-the-counter* verhandeld. Om deze informatie te verzamelen en te koppelen, rapporteren alle beleggingsondernemingen in Europa transacties aan de voor hen relevante toezichthouder. Toezichthouders hebben op hun beurt de verantwoordelijkheid om de transactiedata met andere Europese toezichthouders te delen. De centrale ontvangst van transactiedata wordt ingezet om marktmisbruik op te sporen.

De AFM ontvangt de transactiedata direct van de voor haar relevante beleggingsondernemingen en van Europese toezichthouders in het transactierapportagesysteem (TRS). Kwaliteit en consistentie van deze transactiedata is van wezenlijk belang voor het toezicht op marktmisbruik. De verantwoordelijkheid voor het aanleveren van kwalitatief hoogwaardige transactiedata ligt bij de beleggingsondernemingen zelf.

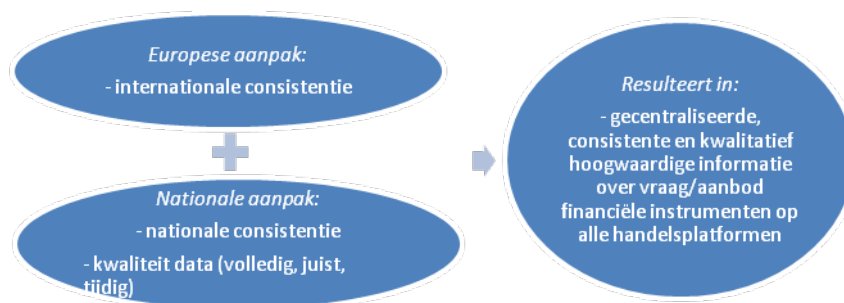
⁸ Peildatum: 1 september 2010.

Kwaliteit van transactiedata betekent:

- volledig: TRS ontvangt alle relevante transacties;
- juist: de gerapporteerde transacties komen overeen met de werkelijkheid;
- tijdig: de transactie moet uiterlijk de volgende werkdag worden gerapporteerd.

De Nederlandse markt heeft in 2009 een verbetering laten zien in de datakwaliteit. Echter, vooral op het gebied van juistheid dienen beleggingsondernemingen nog stappen te maken.

Consistentie betekent dat alle beleggingsondernemingen actief in Europa transacties op eenzelfde, onderling vergelijkbare wijze melden. Hiervoor is van belang dat alle beleggingsondernemingen dezelfde definitie van een transactie hanteren. Ook is belangrijk dat beleggingsondernemingen op dezelfde wijze transacties melden die niet op een gereguleerde markt of MTF plaatsvinden. Onderdelen van de transactierapportage waar momenteel nog een inconsistente werkwijze bestaat, zijn het aangeven of, en op welke plek, een transactie onderdeel uitmaakt van een keten van transacties en de keuze voor het wel of niet invullen van een client-ID. De AFM blijft zich inzetten om te komen tot het verbeteren van de datakwaliteit en consistentie en neemt daarom deel aan de bijbehorende CESR-werkgroep.



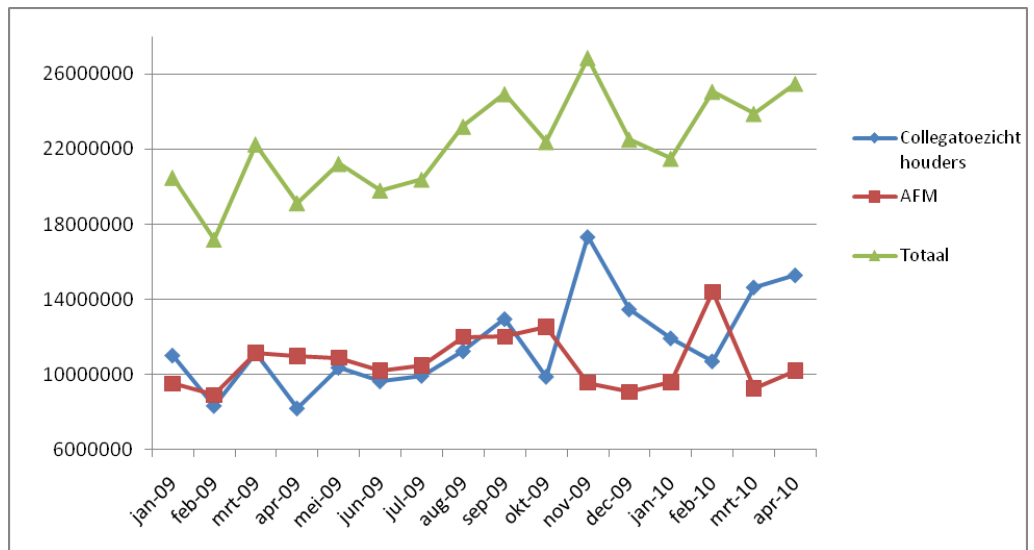
Schematisch overzicht samenhang datakwaliteit transactierapportage in Europa.

Om beleggingsondernemingen te stimuleren hun transactierapportageproces te beheersen:

- informeert de AFM beleggingsondernemingen maandelijks over kwaliteitsaspecten van hun transactierapportage;
- voert de AFM drie keer per jaar kwaliteitscontroles uit;
- verricht de AFM geregeld *audits* ter plekke, waardoor de AFM inzicht krijgt in het gehele rapportageproces;
- vergelijkt de AFM TRS-data met transactiedata van handelsplatformen en andere beleggingsondernemingen. Hierdoor wordt inzicht verkregen in de volledigheid en juistheid van de transactiedata in TRS. Met name informatie over handelstijd, handelsplaats, aantallen en tegenpartij kan zo worden getoetst aan de werkelijkheid.

In de periode januari 2009 tot april 2010 heeft de AFM gemiddeld 22 miljoen transacties per maand ontvangen in TRS. Hiervan zijn gemiddeld 10,6 miljoen transacties afkomstig van beleggingsondernemingen die direct aan de AFM rapporteren en 11,6 miljoen van de Europese collega-toezichthouders. Het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk sturen de meeste transacties naar de AFM. Analyse van de transactiedata laat zien dat een verschuiving van de handel in instrumenten plaatsvindt naar nieuwe handelsplatformen. Vooral het marktaandeel in aantallen transacties van MTF's is toegenomen ten koste van de traditionele handelsplatformen.

Onderstaand overzicht laat zien hoeveel transacties TRS per maand ontvangt, onderverdeeld in direct aan de AFM gemelde transacties en aan collega-toezichthouders gemelde transacties.



De AFM heeft in oktober 2010 het *Handbook Transaction Reporting* gepubliceerd, waarin alle aspecten van de transactierapportageverplichting aan de orde komen.⁹ Dit handboek heeft twee doelen. Ten eerste om duidelijkheid te bieden aan beleggingsondernemingen, wat zal leiden tot hogere kwaliteit en consistentie van transactiedata in TRS en ten tweede om de veranderingen, inzichten en Europese ontwikkelingen centraal te communiceren.

⁹ Het handboek is te vinden via www.afm.nl/handbookTRS.

4 Waarop de AFM toezicht houdt

De verschillende vormen van marktmisbruik, waar in dit hoofdstuk aandacht aan wordt besteed, zijn (onjuiste) openbaarmaking van koersgevoelige informatie, handel met voorwetenschap, marktmanipulatie en het melden van belangen. Centraal staan de regelgeving, interpretaties en al opgelegde sancties. De AFM heeft de afgelopen vijf jaar meer dan 250 onderzoeken naar marktmisbruik uitgevoerd en meer dan dertig keer aangifte gedaan. Daarnaast worden er zeer regelmatig presentaties gehouden voor beursgenoteerde ondernemingen en is er in 2010 een bijeenkomst geweest voor bestuurders en commissarissen van ondernemingen die middelgrote aandelen vertegenwoordigen (Midkap) over meerdere aspecten van kapitaalmarkttoezicht, waaronder marktmisbruik.

Naast deze actieve benadering van ondernemingen, heeft de AFM de afgelopen jaren ook meerdere leidraden gepubliceerd. Het toezicht op onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie heeft bijgedragen aan een 'eerlijker' markt; de kans dat gehandeld wordt met voorwetenschap is kleiner geworden. Persberichten worden eerder en vaker gepubliceerd en handel voorafgaand aan persberichten over fusies en overnames is significant schoner geworden. Box 4.4. gaat verder in op de onderzoeksresultaten van het AFM-onderzoek naar de 'schoonheid' van de markt.

Kerncijfers

In onderstaande tabel worden de cijfers met betrekking tot marktmisbruikonderzoek over de afgelopen vijf jaar weergegeven. Bij het aantal keren dat de AFM een onderzoek naar marktmisbruik start, wordt geen onderscheid aangebracht in onderzoek naar handel met voorwetenschap, marktmanipulatie of het tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie. Bij elk signaal van mogelijk marktmisbruik wordt beoordeeld of het gedrag inderdaad een overtreding kan zijn van de marktmisbruikbepalingen. Er wordt een inschatting gemaakt van hoe kansrijk het is om een onderzoek te starten, zodat efficiënt met beschikbare middelen om wordt gegaan,

	2005 (Q4)	2006	2007	2008	2009	2010 (Q1-3)
Aantal gestarte onderzoeken	26	74	59	41	48	20
Beëindigde onderzoeken	10	91	56	44	45	25
Signaaloverdracht aan buitenlandse toezichthouder	-	1	2	1	2	1
Totaal verzonden brieven	96	400	499	382	274	139
Brieven aan buitenlandse toezichthouder	12	70	148	126	72	45
Aangiftes	2	12	6	10	3	3
Opgelegde boetes	1	3	2	4	5	7
Normoverdragende brief of gesprek	-	1	4	1	3	2

Onderstaand overzicht geeft weer hoeveel persberichten de afgelopen jaren zijn gepubliceerd die zijn opgenomen in het register van de AFM, hoe vaak de AFM contact heeft gehad met uitgevende instellingen, hoeveel alerts de AFM analyseert en hoe vaak is ingegrepen in de handel.

	2005 (Q4)	2006	2007	2008	2009	2010 (Q1-2)
Persberichten	1.074	3.641	4.801	4.542	3.906	1.962
Contacten	260	528	469	412	216	87
Alerts	115	413	369	169	126	41
Handelsmaatregelen	6	7	5	6	5	2

4.1 Tijdsige openbaarmaking koersgevoelige informatie (art 5:25i Wft)

De AFM houdt toezicht op het onverwijld publiceren (algemeen verkrijgbaarstellen) van koersgevoelige informatie. Ze oefent dit toezicht uit door nieuws, koersen en volumes op de beurzen in de gaten te houden en beursgenoteerde ondernemingen te bellen als er onverklaarbare ontwikkelingen zijn of als ze denkt dat er informatie gelekt is. Daarnaast krijgt de AFM meldingen uit de markt van mogelijke lekken en houdt zij geruchten uit openbare bronnen in de gaten.

Ontwikkelingen afgelopen vijf jaar

Vlak na de invoering van de regels voor koersgevoelige informatie in 2005 moesten de markt en de AFM wennen aan elkaar: hoe moesten de regels worden geïnterpreteerd en wat waren elkaars verwachtingen? Mede door het organiseren van een AFM-seminar in september 2005, een aantal workshops voor commissarissen en bestuurders door de jaren heen, AFM-brochures op de website en vele telefonische contacten met marktpartijen, is er meer onderling begrip ontstaan.

Goed contact met de beursgenoteerde ondernemingen blijft essentieel voor toezicht op koersgevoelige informatie. Er worden daarom zeer regelmatig presentaties gehouden voor beursgenoteerde ondernemingen. Dit gebeurt soms naar aanleiding van een actuele vraag, maar ook bij wijzigingen in het bestuur of bij nieuwe noteringen. Belangrijk gespreksonderwerp is het voorkomen van lekken van vertrouwelijke informatie. Dit gebeurde met name tijdens de overnamehousse op de beurs in 2007. Een aantal keer leidde lekken tot zeer opvallende koersbewegingen vlak voor een overname. De AFM nam in een aantal gevallen een handelsmaatregel. Ook werd de AFM regelmatig benaderd met vragen over hoe om te gaan met aandeelhoudersactivisme en geruchten. De onderneming is en blijft zelf verantwoordelijk voor de bepaling of ze informatie koersgevoelig acht. De vuistregel hierbij blijft om in geval van twijfel te publiceren, waarvoor geldt dat de AFM uiteraard bereid is tot overleg.

Vanaf eind 2007 veranderden de gespreksonderwerpen met name door de kredietcrisis richting winstwaarschuwingen en claimemissies. Een veelgestelde vraag in die periode was wanneer bedrijven informatie over deze onderwerpen naar buiten moesten brengen. De AFM heeft beursgenoteerde financiële ondernemingen toen actief benaderd over manieren hoe om te gaan met koersgevoelige informatie, in het kader van bijvoorbeeld (claim-) emissies.

Regelgeving en interpretaties

Een uitgevende instelling is zelf verantwoordelijk voor het maken van de afweging of sprake is van koersgevoelige informatie. Zij weet immers zelf het beste wat er speelt binnen de uitgevende

instelling, wat de impact van de informatie is voor de uitgevende instelling en daarmee voor de (potentiële) beleggers in de onderneming.

Een veelgehoord misverstand is dat informatie alleen koersgevoelig is als zij invloed heeft op de koers. Koersgevoelige informatie is gedefinieerd als alle informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.¹⁰ Dat informatie invloed zou kunnen hebben op de koers is daarvoor een goede indicator. Als een onderneming twijfelt of informatie meteen moet worden gepubliceerd, moet zij nagaan of een redelijk handelende belegger die informatie wil hebben en zonder die informatie wellicht tot een andere beslissing zou kunnen komen. Het moet naar objectieve maatstaven redelijkerwijs te verwachten zijn dat de bekendmaking van de informatie zal leiden tot een koersreactie.

BOX 4.1: Eén-op-één gesprekken

Op de website van de AFM is een FAQ over de problematiek van *one-on-ones* gepubliceerd, waarin staat wat wel en niet mag ten aanzien van één-op-één gesprekken. Hieronder staat een verkort, niet uitputtend overzicht van mogelijkheden.¹¹

Het staat de onderneming en de belegger vrij om in een dialoog informatie te delen over algemene onderwerpen, waaronder begrepen ontwikkelingen (kansen en bedreigingen) binnen de sector waarin de desbetreffende onderneming actief is. In gesprekken met individuele beleggers mag een uitgevende instelling geen koersgevoelige informatie mededelen, tenzij de onderneming aannemelijk kan maken dat het redelijkerwijs noodzakelijk was om bepaalde (groot)aandeelhouders te polsen teneinde een indruk te krijgen van hun standpunt over een bepaald voornemen.

Deze noodzaak kan bestaan bij een voorgenomen openbaar bod op financiële instrumenten of bij een voorgenomen uitgifte of herplaatsing van financiële instrumenten. De aandeelhouders mogen niet handelen zolang de koersgevoelige informatie niet openbaar gemaakt is. Ook mogen de aandeelhouders koersgevoelige informatie niet aan derden mededelen of een derde aanbevelen transacties in de betreffende aandelen te verrichten.

De openbaarmaking moet via een persbericht plaatsvinden, en wel zo dat correcte en tijdige inschatting van het publiek mogelijk is. Dit persbericht moet openbaar gemaakt worden:

- aan de media in Nederland en, indien van toepassing, in elke andere lidstaat waar de financiële instrumenten van de betreffende onderneming worden verhandeld. In de meeste gevallen is het versturen aan de belangrijkste persbureaus (de *wires*) voldoende om hieraan te voldoen¹²;
- op de eigen website;
- aan de AFM, die het persbericht publiceert in het register op haar website.

¹⁰ Artikel 1, tweede lid, van de Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG.

¹¹ De gehele FAQ is terug te vinden op:

<http://www.afm.nl/nl/professionals/diensten/veelgestelde-vragen/marktmisbruik/one-on-ones.aspx?page=10>

¹² Er zijn geen wettelijke bepalingen die bepalen aan welke media een persbericht moet worden gestuurd, slechts dat 'de uitgevende instelling gebruik maakt van media waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat een snelle en doeltreffende verspreiding in alle relevante lidstaten is gewaarborgd'.

Er kunnen zich situaties voordoen waarin een uitgevende instelling overgaat tot het nemen van uitstel van de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen. Zij gaat hiertoe zelf over en draagt daarmee de verantwoordelijkheid voor dit beroep op de uitzondering van de algemene verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Er gelden drie cumulatieve voorwaarden om tot uitstel te mogen besluiten:

- het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling; én
- van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten; én
- de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van de informatie waarborgen.

Zodra niet meer aan één van bovengenoemde eisen wordt voldaan, moet de onderneming de desbetreffende koersgevoelige informatie alsnog onverwijld publiceren.

BOX 4.2: Waarborgen vertrouwelijkheid is een resultaatsverplichting

De Rechtbank Rotterdam heeft in juli 2010 in haar uitspraak in verband met de overname van Numico door Groupe Danone geoordeeld dat de voorwaarde van waarborgen van vertrouwelijkheid niet moet worden gezien als een inspanningsverplichting. Het nemen van maatregelen betekent niet dat de vertrouwelijkheid altijd gewaarborgd is. Die maatregelen moeten ook effectief zijn. Deze uitspraak is gedaan naar aanleiding van een bestuurlijke boete die de AFM in 2008 oplegde aan Numico, wegens het niet op juiste wijze publiceren van koersgevoelige informatie.

De plicht tot onverwijld openbaarmaking herleeft als de vertrouwelijkheid van de informatie (ondanks de maatregelen) niet langer is gewaarborgd. De Rechtbank stelt de vereiste dat maatregelen worden getroffen om vertrouwelijkheid te waarborgen een doorlopende verplichting is en dat, zodra de vertrouwelijkheid niet langer kan worden gewaarborgd, niet meer aan de voorwaarde voor uitstel kan worden voldaan.

Het koersverloop van het aandeel van Numico in combinatie met koersgevoelige informatie maakten het naar het oordeel van de Rechtbank voldoende aannemelijk dat de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie niet langer was gewaarborgd. Nu het gaat om een uitzondering op de algemene verplichting om onverwijld tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie over te gaan, lag het op de weg van Numico om aannemelijk te maken dat op haar de uitzonderingssituatie van toepassing was. Dit zou volgens de Rechtbank slechts anders zijn wanneer uitdrukkelijk naar voren komt dat geen koersgevoelige informatie kan zijn gelekt.

Gezien de dermate grote koersstijging van Numico oordeelt de Rechtbank dat aangenomen moet worden dat een grotere groep mensen dan de insiders op de hoogte is geweest van de vorderende gesprekken tussen Groupe Danone en Numico.

Het koersverloop in combinatie met het hebben van koersgevoelige informatie is voldoende voor het oordeel dat de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie niet langer is gewaarborgd.

Maatregelen

De AFM kijkt op handelsdagen continu naar al het financiële nieuws in samenhang met koers- en volumeontwikkelingen. De AFM kan besluiten een beursgenoteerde onderneming om uitleg te vragen als ze onregelmatigheden tegenkomt in deze samenhang. Over het algemeen leidt dit tot een duidelijke verklaring, soms komt er een (additioneel) persbericht van de beursgenoteerde onderneming. De AFM kan ook besluiten de handel te onderbreken wanneer blijkt dat de

beursgenoteerde onderneming meer tijd nodig heeft om een (nood)persbericht op te stellen. Dit gebeurt sporadisch, aangezien de wetgever de AFM heeft opgedragen zeer zorgvuldig om te gaan met deze handelsmaatregel. Er moet een zeer dringende reden zijn om de handel stil te leggen. De AFM beoordeelt dit van geval tot geval, maar in algemene zin onderbreekt zij de handel alleen bij een (verwachte) significante koersbeweging én een vermoeden van marktmisbruik. In de afgelopen jaren is gemiddeld zes keer per jaar de handel in een aandeel door de AFM onderbroken. De AFM is in de afgelopen vijf jaar tientallen keren een onderzoek gestart naar het niet of te laat publiceren van koersgevoelige informatie.

De AFM heeft inmiddels in vier zaken een boete gepubliceerd in verband met het niet tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie. In 2008 heeft de AFM een bestuurlijke boete opgelegd aan Numico B.V. van EUR 96.000. In 2009 werd een bestuurlijke boete van EUR 96.000 opgelegd aan Randstad Holding N.V. als rechtsopvolgster van Vedior N.V. De AFM heeft in 2010 twee bestuurlijke boetes van in totaal EUR 288.000 opgelegd aan Fortis S.A./N.V. (statutair gevestigd te Brussel) en Fortis N.V. (statutair gevestigd te Utrecht) voor het niet tijdig publiceren van koersgevoelige informatie. Daarnaast zijn in 2010 twee bestuurlijke boetes van in totaal EUR 288.000 opgelegd aan Ageas S.A./N.V., voorheen Fortis S.A./N.V. (statutair gevestigd te Brussel), en Ageas N.V., voorheen Fortis N.V. (statutair gevestigd te Utrecht) voor het niet tijdig publiceren van koersgevoelige informatie.

Wanneer uit de koersontwikkeling voorafgaand aan een persbericht op te maken is dat koersgevoelige informatie mogelijk gelekt is, kan dit eveneens tot (civiele) acties van aandeelhouders en belangenverenigingen leiden.

Toekomst

Om beter in staat te zijn een lek van koersgevoelige informatie op te sporen en te weten welke partijen betrokken zijn, is de AFM voorstander van een verplichting tot melden aan de AFM wanneer een onderneming uitstel neemt van het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie. Het nemen van uitstel hoeft nu nog niet gemeld te worden aan de AFM. De AFM pleit er bij de herziening van de richtlijn Marktmisbruik voor dat wel verplicht te stellen. Dit heeft als voordeel dat de AFM verhoogde aandacht kan hebben voor de koersen en volumes van de financiële instrumenten van deze onderneming. Dit neemt niet weg dat ook dan de AFM slechts achteraf kan toetsen of de onderneming rechtmatig uitstel heeft genomen.

BOX 4.3: Jan Maarten Slagter (*directeur VEB, vereniging van effectenbezitters*)

Lekken van koersgevoelige informatie leidt tot compensatie van beleggers

Sneller handhaven door AFM van wezenlijk belang

De implementatie van de richtlijn Marktmisbruik was nodig en heeft haar noodzaak de afgelopen vijf jaar bewezen. De AFM heeft de afgelopen jaren regelmatig handhavend moeten optreden. Ook tussen marktpartijen is consensus ontstaan dat schade als gevolg van marktmisbruik moet worden gecompenseerd. Maar verbetering van het toezicht is nog steeds noodzakelijk.

Civiele Reflexwerking

Invoering van de verbodsbepalingen heeft helaas niet geleid tot zichtbaar beter marktgedrag bij insiders, (bestuurders van) beursgenoteerde vennootschappen, handelaren en beleggers. Nog

steeds is regelmatig sprake van handel met voorwetenschap, het lekken van koersgevoelige informatie en het te laat melden van koersgevoelige informatie door marktpartijen. De VEB komt op voor gedupeerde beleggers en heeft zich opgeworpen als civielrechtelijke handhaver van publiekrechtelijke wet- en regelgeving t.a.v. koersgevoelige informatie. Uit de door de VEB getroffen schikkingen bij niet-tijdig melden van koersgevoelige informatie valt de volgende (verkorte) aansprakelijkheidsnorm af te leiden:

‘Een beursgenoteerde vennootschap heeft bestaande koersgevoelige informatie niet vertrouwelijk weten te houden als markttransacties opmerkelijke en/of duidelijk afwijkende koersbewegingen en/of handelsvolumes vertonen waarvoor in de beschikbare informatie geen verklaring is.’

Deze norm herbergt de aanname van optimale informatie in de markt (weerspiegeld in het begrip “beschikbare informatie”), die zou moeten leiden tot een optimale prijs en een omkering van de bewijslast. Optimale informatie zou moeten worden gewaarborgd door naleving van de informatieverplichtingen van beursgenoteerde ondernemingen en meldingsplichten van insiders. Een AFM-besluit, dat aantoont dat sprake is van een overtreding van dergelijke verplichtingen, vult dit deel van de norm in.

De omkering van de bewijslast is evident aangezien de beursgenoteerde vennootschap ervoor moet zorgen dat koersgevoelige informatie of vertrouwelijk wordt gehouden of dat die informatie tijdig aan de markt wordt verstrekt. Het vertrouwelijk houden van koersgevoelige informatie herbergt een resultaatverplichting voor de vennootschap, lukt dat niet dan ontstaat een onverwijld meldingsplicht. Hier niet aan voldoen leidt tot aansprakelijkheid voor de door beleggers geleden schade.

Degene die claimt schade te hebben geleden, moet kunnen aantonen dat onder normale omstandigheden dergelijke koersbewegingen en/of handelsvolumes niet zouden voorkomen. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen doordat de laatste koersbewegingen hoger zijn dan de afgelopen maanden of dat bij hoge handelsvolumes een constante stijging over meerdere dagen zich aftekent die zelden of nooit voorkomt en waar geen verklaring voor is.

Het gevolg van het schenden van deze norm is het (gedeeltelijk) vergoeden van de schade van beleggers. Er zijn verschillende methoden van schadeberekening mogelijk die afhangen van de omstandigheden per geval.

Sneller handhaven toezichthouder

De norm toetst laakbaar handelen pas achteraf. Hetzelfde geldt voor handhaving door de toezichthouder. Daardoor is de markt gedurende enige tijd niet volledig geïnformeerd, kan geïdentificeerd laakbaar gedrag enige tijd voortduren, neemt de schade voor onwetende beleggers navenant toe en daalt het vertrouwen in de financiële markt en toezichthouder. Om dit te voorkomen zou de AFM a) sneller moeten optreden bij vermoeden van marktmisbruik en b) moet de aanpak van het marktmisbruik meer zichtbaar worden door het invoeren van een register met lopende marktmisbruik zaken.

a) Bij grote koersbewegingen en opmerkelijke handelsvolumes handel eerder stilleggen

In veel gevallen kan door analyse van koersbewegingen en handelsvolumes marktmisbruik in een vroegtijdig stadium worden ontdekt. Als de AFM een opvallend signaal waarneemt, komt zij eerst onzichtbaar voor de markt in actie. De AFM verzoekt de aangesloten instelling om opmerkelijke

koersbewegingen te duiden. Blijft reactie uit, dan maant de AFM de aangesloten instelling een persbericht uit te geven. Indien dat uitblijft, volgt stillegging van de handel.

Tussen het eerste contact van de AFM met de aangesloten instelling en het daadwerkelijk stilleggen van de handel zit enige tijd. Voor beleggers die in die periode gehandeld hebben is de schade het meest pregnant. Zij zullen zich ook afvragen waarom de AFM nog heeft gewacht nadat zij een vermoeden van verboden gedragingen had en overtreders de tijd geeft extra winst te maken.

Om eerder stilleggen van de handel mogelijk te maken kan worden gedacht aan het invoeren van objectieve “caps” waarbij de handel wordt stilgelegd door de AFM bij afwijkende koersontwikkelingen en handelsvolumes. De SEC kent ook een dergelijke regeling indien een koers in vijf minuten 10% is veranderd. NYSE Euronext kent de regeling van een afkoelingsperiode van 2 t/m 15 minuten als de koers buiten de “thresholds” opent of door bepaalde caps gaat. Deze regels zien toe op het afkoelen van de markt wanneer er buitensporige prijzen tot stand komen, die geen reële afspiegeling zijn van de onderliggende waarde.

b) Register van lopende marktmisbruik onderzoeken

Als een marktpartij verzoekt tot handhaving van bepalingen uit de Wft, stuurt de AFM een ontvangstbevestiging. Pas na succesvolle afronding van het onderzoek verneemt de markt het resultaat. Soms verneemt de markt niets. Dit leidt tot (rechts)onzekerheid. De AFM kan belanghebbenden tegemoet komen met het instellen van een register van zaken die in onderzoek zijn. In dat register meldt de AFM in welke fase het onderzoek zich bevindt. Alleen direct belanghebbenden bij het onderzoek mogen dit register inzien.

4.2 Verbod op handel met voorwetenschap (art. 5:56 Wft)

Het onverwijd publiceren van koersgevoelige informatie is de meest effectieve manier om handel met voorwetenschap te voorkomen. Ook treedt de AFM op tegen mensen die koersgevoelige informatie hebben en daarvan gebruik hebben gemaakt.

Ontwikkelingen afgelopen vijf jaar

Overtreders van het verbod op handel met gebruik van voorwetenschap zijn over het algemeen aan te merken als incidentele overtreders. Overtreders die ‘toevallig’ op de hoogte zijn geraakt van belangrijke, niet openbaar gemaakte koersgevoelige informatie, van voorwetenschap dus. Bijvoorbeeld omdat men werkt bij een bedrijf dat overgenomen wordt of bevriend is met iemand die daar werkt, of omdat men te weten komt dat de winstcijfers spectaculair mee- of tegenvallen.

Voorwetenschap is afkomstig van een *insider*, maar vaak is moeilijk vast te stellen wie dat was. In de gevallen dat werd vastgesteld van wie de voorwetenschap afkomstig was, bleek de insider vaak zelf gehandeld te hebben of een vriend of familielid te hebben getipt. Het onderzoek van de AFM richt zich er daarom op een link te vinden tussen een verdacht handelende partij en de voorwetenschap. Voorwetenschap is met name lastig te herkennen en te bepalen in een fluctuerende markt.

De AFM constateert dat onderzoeken naar handel met voorwetenschap vaak gekoppeld waren aan extreme gebeurtenissen, zoals een overname of faillissement. Degenen die vermoedelijk met voorwetenschap hebben gehandeld, zijn zowel professionele als particuliere beleggers. De handel met voorwetenschap beperkt zich daarbij niet alleen tot aandelen en derivaten; ook bij handel in

andere financiële instrumenten, zoals obligaties, kan voorwetenschap voorkomen. In een onvoorspelbare markt valt mogelijke handel met voorwetenschap echter minder snel op.

BOX 4.4: Kwantitatieve meting

In het verleden heeft de AFM een kwantitatieve studie uitgevoerd ter vergelijking van de handel rondom de publicatie van koersgevoelige informatie voor en na inwerkingtreding van de richtlijn Marktmisbruik.¹³ Behalve aan de hand van verwachtingen, worden koersen en het te halen rendement ook gevormd door algemene marktfactoren. Dit betekent dat rendementen die hoger zijn dan gangbaar in de markt normaal gesproken niet snel voorkomen. Wanneer deze rendementen er wel zijn, wordt gesproken van abnormale rendementen. In een markt die wordt gekenmerkt door handel zonder voorwetenschap (dat wil zeggen, een schone markt), zullen vóór publicatie van een persbericht geen abnormale rendementen te zien zijn. Persberichten die worden verwacht, zoals de publicatie van jaarcijfers, worden vaak voorafgegaan door speculatie, zelfs in een schone markt. Een methode om abnormale rendementen te meten, is een analyse van de cumulatieve abnormale rendementen voorafgaand aan de publicatie van een persbericht.

De resultaten van het onderzoek in 2007 wezen uit dat de invoering van de richtlijn Marktmisbruik in Nederland heeft geleid tot een schonere en beter geïnformeerde markt. Er is minder speculatie voorafgaand aan publicatie van koersgevoelige informatie en de hoeveelheid informatie in de markt is toegenomen. Vooral vóór het bekend worden van nieuws over fusies en overnames is de handel significant schoner geworden. Ook na invoering van de richtlijn Marktmisbruik is zichtbaar dat speculatie in de markt voorafgaand aan de publicatie van een bericht over een fusie of overname de koers in beweging zet. Tegelijkertijd zijn deze koersbewegingen minder groot en zij doen dichter bij het moment van de daadwerkelijke publicatie voor. Het laatste wijst er op dat bedrijven in de nieuwe situatie eerder overgaan tot het publiceren van koersgevoelige informatie over fusies en overnames, of er beter in slagen informatie vertrouwelijk te houden. Uit een onderscheid naar de grootte van ondernemingen en de sectoren waarin ze werkzaam zijn blijkt dat abnormale koersbewegingen significant kleiner zijn geworden voor kleinere ondernemingen en ondernemingen in de technologiesector. De afname van abnormale koersbewegingen tezamen met de extra informatie in de markt draagt bij aan de 'schoonheid' van de markt.

Gedurende een crisis is het echter bijna onmogelijk om een zinvolle, kwantitatieve studie te doen, omdat voor een betrouwbare meting een zekere normaliteit in de markt noodzakelijk is. Door de kredietcrisis ontbreekt deze normaliteit. Koersfluctuaties zijn lastig te herleiden naar bijvoorbeeld een eerste openbare overnameaankondiging of bekendmaking van (jaar)cijfers. Het is hierdoor onduidelijk of significantie van de berekende (gemiddelde cumulatieve) abnormale rendementen valt toe te schrijven aan de openbaarmaking van de tot dan toe 'geheime' koersgevoelige informatie of aan de uitzonderlijke marktomstandigheden naar aanleiding van de financiële crisis.

In de afgelopen vijf jaar zijn weinig onderzoeken uitgevoerd die zich uitsluitend richten tot partijen uit Nederland, aangezien op de Nederlandse platformen veel buitenlandse partijen actief zijn. Door deze internationalisering van mogelijke overtreders en daarmee de internationalisering van het toezicht, ziet de AFM zich met regelmaat geconfronteerd met meerdere informatierondes die kunnen leiden tot langere doorlooptijden van een onderzoek.

¹³ <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/rapporten/2007/samenvatting-richtlijn-marktmisbruik.aspx>

Internationale samenwerking is van toenemend belang om marktmisbruik te kunnen opsporen en aan te pakken. Daarom stimuleert de AFM de verdere internationale samenwerking tussen toezicht-houders, vooral binnen CESR, om de effectiviteit en efficiency van de voorwetenschapsonderzoeken te vergroten. Zoals al eerder opgemerkt wordt de internationale component in de voorwetenschapsonderzoeken steeds groter door de verdere internationalisering van de handel en de spreiding van transacties over verschillende handelsplatformen. Goede samenwerking tussen toezichthouders en bundeling van krachten zijn daarbij van groot belang. De AFM is van mening dat op dit gebied verdere winst te behalen is.

Regelgeving en interpretaties

Een van de doelen van de richtlijn Marktmisbruik is om de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten. Dit vertrouwen berust onder meer op de wetenschap dat beleggers met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap.

Voor voorwetenschap geldt dat deze informatie niet gedeeld mag worden: het zogenaamde tip- dan wel mededeelverbod. In november 2005 heeft het Europese Hof van Justitie zich uitgelaten over het polsen van aandeelhouders en de verhouding tot het tipverbod.¹⁴ Kort gezegd eist het Hof dat er een nauwe band bestaat tussen de te delen informatie en de functie van de ingewijde (primaire insider) en ten tweede dat het delen van de informatie strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van de functie van de primaire insider. Bij een beroep op de uitzonderingsgrond dat voorwetenschap gedeeld mag worden in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, moet deze uitzonderingsgrond restrictief worden geïnterpreteerd.

Maatregelen

In haar onderzoeken naar handel met voorwetenschap komt de AFM insiderlijsten tegen waarop vaak een groot aantal personen is vermeld.¹⁵ In het kader van een overnamebod zijn er regelmatig veel personen betrokken die over voorwetenschap (kunnen) beschikken. Tegelijkertijd stelt de AFM met regelmaat vast dat nog vaak personen ontbreken op de lange insiderlijsten, terwijl zij daar eigenlijk wel op zouden moeten staan, omdat zij kennis hebben kunnen nemen van de voorwetenschap. De komende tijd zal de AFM onverminderd aandacht vragen voor de risico's die ontstaan als vele betrokkenen de beschikking krijgen over koersgevoelige informatie, voorafgaand aan de publicatie daarvan.

Een lek van koersgevoelige informatie is moeilijk te voorkomen, daarom is het zaak de kring van betrokken personen en partijen zo klein mogelijk te houden. Hierdoor is eventuele verspreiding van voorwetenschap zoveel mogelijk beheersbaar. De geïnformeerde betrokkenen moeten zich volledig bewust zijn van eventuele implicaties van het overtreden van het verbod op handel met voorwetenschap en het overtreden van het tip- dan wel mededeelverbod.

¹⁴ EHvJ 22 november 2005, Knud Grøngaard en Allan Bang.

¹⁵ Een insiderlijst is een lijst met daarop personen die bij of voor een beursgenoteerde onderneming werken die regelmatig of incidenteel kennis kunnen hebben van voorwetenschap.

Verschillende onderzoeken naar de handel met voorwetenschap werden afgerond en zijn door de AFM overgedragen aan het Openbaar Ministerie. In één geval was sprake van een aantal vanuit verschillende landen opererende partijen, waarvan het vermoeden was dat zij systematisch met voorwetenschap gehandeld hebben rond verschillende overnames. De partijen, die enkele miljoenen euro's aan de transacties hebben verdiend, waren actief op verschillende Europese beurzen. Behalve door de AFM is ook door een aantal toezichthouders in andere landen aangifte gedaan.

Toekomst

Naast openbare informatie beschikbaar via bijvoorbeeld internet en data-vendors, kan de AFM bij onderzoek naar personen met voorwetenschap gebruik maken van niet-openbare informatie als transactie- en portefeuillegegevens. De AFM kan momenteel niet overzichten van historische telecommunicatie verkeersgegevens opvragen bij telecomaandieners (bijvoorbeeld telefoonnummers die door een persoon gebeld zijn, in combinatie met tijdstippen, een zogenaamde printlijst). Voor het aanpakken van voorwetenschap is het van belang dat de AFM de mogelijkheid krijgt om over deze informatie te beschikken. Een aantal Europese toezichthouders kunnen al over dergelijke informatie beschikken. Het opvragen en vastleggen van deze printlijsten zal vooral bijdragen aan de onderzoeksinformatie ten behoeve van aangiftes en bestuurlijke boetes.

Deze informatie wordt echter voor een beperkte tijd bewaard. Tussen het uitvoeren van AFM-onderzoek en het eventueel overdragen aan het Openbaar Ministerie (die wel de bevoegdheid heeft om printlijsten op te vragen) zit vaak enige tijd. Het is daardoor mogelijk dat de printlijstgegevens al vernietigd zijn op het moment dat het Openbaar Ministerie het onderzoek in handen krijgt.

Daarnaast kan de doorlooptijd van een onderzoek worden ingekort als de AFM zou beschikken over order- en transactiegegevens voorzien van het client-ID veld in de transactierapportage aan de toezichthouder. Op basis van de client-ID kunnen signalen worden opgepikt en nader onderzocht worden. Client-ID's helpen om transacties te analyseren tegen de achtergrond van normaal handelsgedrag van de desbetreffende cliënt.

Waar de client-ID zowel nuttig is voor het verkrijgen van signalen als voor het onderzoek daarvan, zijn printlijsten voornamelijk nuttig voor onderzoek. De lijsten helpen relaties tussen verschillende mensen te leggen op het moment van de vermoedelijke overtreding.

4.3 Verbod op marktmanipulatie (art. 5:58 Wft)

Handel en prijzen zoals die tot stand komen, moeten het resultaat zijn van rechtmatige vraag en aanbod die voortkomt uit een transparante markt waarin alle beleggers over dezelfde informatie beschikken die niet gemanipuleerd is.

Ontwikkelingen afgelopen vijf jaar

De AFM geeft regelmatig presentaties over marktmanipulatie aan marktpartijen zoals handelaren, banken, brokers en pensioenfondsen, zo is de AFM in 2009 en 2010 bij een aantal professionele marktpartijen op bezoek geweest om te discussiëren over marktmanipulatie. De AFM is in de afgelopen vijf jaar verschillende vormen van marktmanipulatie tegengekomen. In de meeste gevallen ging het om vormen van systematisch inleggen van koop- en/of verkooporders, soms gecombineerd met overdreven of gefantaseerde berichten op (internet)fora. Daarbij ging het bijvoorbeeld om het

versturen van een vervalst persbericht naar de persbureaus; voorafgaand daaraan hadden de opstellers een positie in opties ingenomen.

Ook heeft de AFM met enige regelmaat geconstateerd dat systematisch getracht wordt de koers van de openingsveiling of de slotveiling te manipuleren. De AFM werkt samen met NYSE Euronext om maatregelen te treffen om deze vorm van marktmanipulatie tegen te gaan. In het kader van deze vorm van marktmanipulatie, heeft de AFM samen met andere toezichthouders in juli 2010 een leidraad gepubliceerd over manipulatie bij claimemissies. De leidraad omschrijft bepaalde manipulatieve gedragingen op de effectenmarkten van NYSE Euronext die zijn gesignaleerd rond openings -en slotveilingen van claims gedurende hun looptijd. Deze handelswijze is in de ogen van de toezichthouders strafbaar.¹⁶ Op basis van ontvangen signalen vanuit de markt, door de AFM of beide, kan de AFM bepaalde vormen van marktmisbruik meer nadrukkelijk of in onderlinge samenhang onderzoeken. Internationale samenwerking is hierbij van grote waarde.

Regelgeving en interpretaties

Het is voor iedereen verboden om de markt te manipuleren. Bij het handelen in financiële instrumenten gelden daarom vier verboden:

- Ten eerste is het verboden transacties te verrichten of orders te plaatsen die een onjuist of misleidend signaal geven over het aanbod, de vraag en de koers van een financieel instrument. Het verbod geldt ook voor een te verwachten signaal;
- Ten tweede is het verboden transacties te verrichten of orders te plaatsen waarmee de koers van een financieel instrument op een kunstmatig niveau wordt gehouden of gebracht;
- Ten derde is het verboden transacties te verrichten of orders te plaatsen en daarbij te bedriegen of misleiden;
- Ten vierde is het verboden informatie te verspreiden die een onjuist of misleidend signaal geeft over het aanbod, de vraag en de koers van een financieel instrument, terwijl de verspreider weet dat de informatie een dergelijk signaal geeft.

Naast de wettelijke bepalingen heeft de AFM voorlichting gegeven en guidance gepubliceerd over welke situatie zij als manipulatief beschouwd.

Ten slotte heeft het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb) een prejudiciële vraag gesteld aan het Europese Hof van Justitie van de Europese Gemeenschap bij de behandeling van het hoger beroep tegen de boete, opgelegd aan IMC inzake mogelijke marktmanipulatie in aandelen Wereldhave. Het gaat hier om de vraag of het teweegbrengen van koersveranderingen door het verrichten van een samenstel van handelingen met een financieel instrument, aan te merken is als het op een abnormaal of een kunstmatig niveau 'houden' van een zodanig instrument en daarmee als marktmanipulatie.

¹⁶ De leidraad manipulatieve onregelmatigheden rond openings -en slotveilingen van claims tijdens de looptijd van claimemissies is te vinden op: <http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/wetten-regels/leidraad/leidraad-marktmanipulatie.ashx>

BOX 4.5: Uitzonderingen op het marktmanipulatieverbod en *Accepted Market Practice* (AMP)

Op het verbod op marktmanipulatie bestaan uitzonderingen zoals hieronder beschreven. Verder zijn uitzonderingen vastgelegd in de Wft 5:58 lid 2.

De AFM kan de minister van Financiën adviseren om een bepaalde marktpraktijk als "gebruikelijke marktpraktijk" (AMP) bij algemene maatregel van bestuur uit te zonderen van het verbod op marktmanipulatie. Een AMP is bedoeld om meer zekerheid te geven aan marktpartijen. Overigens betekent dit niet dat activiteiten die niet onder een AMP vallen per definitie verboden zijn. De AFM heeft het ministerie bijvoorbeeld geadviseerd om liquiditeitsverschaffers onder bepaalde voorwaarden uit te zonderen. Het ministerie heeft de markt hierover geconsulteerd, maar tot op heden is de AMP nog niet vastgesteld.

Een andere uitzondering op het verbod vloeit voort uit een Europese verordening, te weten Verordening 2273/2003. Deze verordening beschrijft dat bij de inkoop van eigen aandelen en stabilisatieactiviteiten geen sprake is van marktmanipulatie als de plannen tijdig zijn gepubliceerd, er wordt voldaan aan bepaalde prijs- en volumerestricties en het aantal ingekochte aandelen na de transactie wordt gepubliceerd.

Maatregelen

De AFM heeft de afgelopen jaren van diverse zaken aangifte gedaan dan wel zelf een boete opgelegd. Vier zaken hebben inmiddels tot een uitspraak van een rechter geleid.

In 2007 is 'Hercules' door de Hoge Raad veroordeeld tot een boete van EUR 5.000 en een voorwaardelijke celstraf. 'Hercules' kocht grote volumes van het aandeel Cardio Control en verspreidde daarna geruchten dat er positieve ontwikkelingen aankwamen en dat er een grote koper actief was. De grote koper bleek 'Hercules' zelf te zijn.

'KBC' heeft in 2007 een boete van EUR 87.125 gekregen omdat eerder door KBC ingelegde orders geheel of gedeeltelijk werden ingetrokken. Hiermee werd het effect van de eerder door KBC ingelegde orders geheel of ten dele geneutraliseerd. De AFM vond dat hiervan een onjuist of misleidend signaal was uitgegaan waarbij een kunstmatig koersniveau tot stand kwam.

Verder is ook een taakstraf opgelegd in de 'Versatel'-zaak. In deze zaak verspreidden twee mannen per e-mail een vals persbericht waarin werd gesproken over een mogelijke overname door Deutsche Telekom. Een sterke koersstijging was het gevolg.

De AFM heeft daarnaast in 2010 twee bestuurlijke boetes van in totaal EUR 288.000 opgelegd aan Fortis S.A./N.V. (statutair gevestigd te Brussel) en Fortis N.V. (statutair gevestigd te Utrecht) voor het overtreden van het verbod op marktmanipulatie.

Toekomst

De AFM heeft de afgelopen vijf jaar op verschillende wijze verdere guidance over haar marktmanipulatie visie aan de markt gegeven. Nu deze informatie is verspreid onder marktpartijen zal het accent in de toekomst meer komen te liggen op handhaving van de naleving van deze bepaling. Hierbij is het feit dat transacties via meerdere platformen kunnen worden verricht een factor waar rekening mee moet worden gehouden.

Daarnaast zal meer aandacht worden gegeven aan het verspreiden van (valse) geruchten via verschillende kanalen, ofwel informatiemanipulatie. Ten tijde van de kredietcrisis was dit al een belangrijk onderdeel van de werkzaamheden en de AFM zal hier aandacht aan blijven schenken.

BOX 4.6: Joost Italianer (advocaat NautaDutilh)

Vijf jaar toezicht op marktmisbruik

De implementatie van de richtlijn Marktmisbruik in oktober 2005 werd ook door advocaten met grote belangstelling tegemoet gezien.

Al in de voorfase rezen bij ons en onze cliënten veel vragen over de reikwijdte van het nieuwe wettelijk kader. Dit kwam onder andere door de ruime uitleg die de regering in de wet aan de richtlijn Marktmisbruik gaf. Ook de nieuwe rol die de AFM toebedeeld kreeg bij het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie leidde tot vragen van cliënten. De AFM voorzag in de beginfase dan ook bepaald in een behoefte door uitgebreide voorlichtingsbrochures over de materie te publiceren en een aantal -goed bezochte- voorlichtingsbijeenkomsten te organiseren.

Ook de FAQ over tal van specialistische marktmisbruikonderwerpen op de AFM-website voorzien in een behoefte en worden door mijn kantoor regelmatig geraadpleegd. Verder is mijn indruk dat de AFM bij het communiceren over openstaande interpretatievragen inmiddels toegankelijker is geworden dan in het begin, toen er wel eens wat koudwatervrees bestond.

Eén van de hete hangijzers uit die beginfase was de invulling van het begrip 'gebruik maken van voorwetenschap'. Is er nu wel of niet een verband vereist tussen iemands voorwetenschap en de daarop volgende transactie? Ook de meldingsplicht bij vermoedens van handel met voorwetenschap of marktmanipulatie zorgde voor hoofdbreken. Zijn bankemployees persoonlijk verantwoordelijk voor dergelijke meldingen of is dat de plicht van de instelling? En hoe ver mag je als bestuurder gaan in een één-op-één gesprek?

Mijn indruk is dat de meeste van dergelijke discussiepunten uit de beginfase door guidance van de AFM, nadere regelgeving en jurisprudentie inmiddels voldoende zijn uitgekristalliseerd voor marktpartijen om er mee uit de voeten te kunnen. Dat neemt niet weg dat er juist de laatste tijd weer belangrijke ontwikkelingen zijn die praktijk en toezichthouder bezighouden. Denk aan recente rechterlijke uitspraken over de publicatieplicht bij geruchten gecombineerd met koersstijgingen en over bewijsvermoedens bij handel met voorwetenschap. In het algemeen is mijn gevoel dat waar de Nederlandse wetgever de wet te ruim formuleert, de (Europese) rechter hem terugfluit, waardoor we hopelijk naar een evenwichtig systeem toegroeien. Daarnaast zal de komende herziening van de richtlijn Marktmisbruik door de Europese Commissie belangrijke nieuwe ontwikkelingen in gang zetten.

Eén vraag heb ik nog wel en dat is waarom er zo weinig resultaten zichtbaar zijn op het gebied van marktmanipulatie. Ik heb de indruk dat dit fenomeen vaak voorkomt, ook al is onbekend hoe groot het *dark number* is. Wellicht dat dergelijke zaken bestuursrechtelijk buiten de publiciteit afgedaan worden, maar de impact van marktmanipulatie op het vertrouwen in financiële markten is vele malen groter dan gebruik van voorwetenschap. Hier ligt wat mij betreft een uitdaging voor de AFM voor de komende vijf jaar.

4.4 Bestuurdersmeldingen, melden substantiële belangen

De AFM ontvangt meldingen van transacties door bestuurders, commissarissen en overige insiders en meldingen van substantiële aandelenbelangen. Deze worden gepubliceerd in de registers op de AFM-website.

Kerncijfers

	Aantal meldingen	Aantal te laat	Aantal boetes	Aantal aangiftes
2005 (Q4)	503	16	0	1
2006	3.582	159	1	0
2007	3.462	441	0	0
2008	2.448	161	3	0
2009	2.041	98	2	0
2010 (Q1-3)	1.790	71	2	0

Ontwikkelingen afgelopen vijf jaar

Door de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik in 2005 is het aantal categorieën van meldingsplichtige personen als insider teruggebracht (de uitgevende instelling hoeft bijvoorbeeld niet meer te melden) en hoeft pas gemeld te worden als het totaal van de transacties (in een periode van maximaal een kalenderjaar) een bedrag van minimaal EUR 5.000 bedraagt. Het aantal insidermeldingen is daardoor afgenomen.

Het aantal meldingen van belangen is sinds 2008 verder teruggelopen doordat de sterk gedaalde beurskoersen in 2008 en 2009 het onaantrekkelijk maakten om personeelsopties uit te oefenen. Daarnaast zorgden de dalende koersen ervoor dat er minder belangen werden opgebouwd in beursgenoteerde ondernemingen. Het feit dat elektronisch gemeld kan worden, heeft geleid tot meer efficiëntie in de afhandeling van de meldingen. Onder meer door de verscherpte controle op de naleving van de regelingen is het aantal te late meldingen meer dan gemiddeld teruggelopen. De AFM beschouwt dit als een signaal dat de regels beter nageleefd worden.

Het ministerie van Financiën heeft in september 2009 een voorstel geconsulteerd voor het uitbreiden van de substantiële meldingsplicht naar economische posities. Er bestaan in de praktijk financiële instrumenten die de houder ervan een economische waarde bieden die afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen in een beursvennootschap (long posities), zonder dat de houder juridisch aanspraak op de (onderliggende) aandelen kan maken. Voor deze financiële instrumenten bestaan momenteel geen specifieke meldingsverplichtingen.

De doelstelling van de meldingsverplichting in de Wft kan door het gebruik van deze financiële instrumenten worden belemmerd, omdat marktpartijen momenteel niet bekend zijn met de economische belangen die gepaard gaan met deze financiële instrumenten. Met economische long posities die afhankelijk zijn van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten, kan onder omstandigheden invloed worden uitgeoefend op de uitoefening van stemrechten. Daarnaast kunnen economische long posities de houder ervan in de gelegenheid stellen om eenvoudiger, dan zonder het financiële instrument het geval zou zijn, over te gaan tot verwerving van een belang in de uitgevende instelling. Om die redenen wordt voorgesteld het stelsel

van meldingsplichten uit te breiden. In CESR-verband heeft de AFM een advies aan de Europese Commissie voorbereid om een dergelijke maatregel op Europees niveau in te voeren.

BOX 4.7: Porsche versus Volkswagen

In 2008 heeft zich een aantal zaken voorgedaan in Europa en de VS waarbij partijen forse economische posities opbouwden bij een overnamestrijd door middel van derivaten. Zo bouwde Porsche heimelijk een belang op van 31,5% in Volkswagen door gebruik van afgeleide instrumenten. De markt was niet op de hoogte dat Porsche een groot economisch belang hield. De (latere) mededeling van dit belang veroorzaakte een koersexplosie van het aandeel Volkswagen.

Partijen haastten zich om hun shortposities in Volkswagen af te dekken terwijl het percentage aandelen dat nog vrij verhandelbaar was in het aandeel Volkswagen, zeer klein was. Deze casus maakt duidelijk waarom meldingen van economisch belang aan de toezichthouder en markt een belangrijke bijdrage leveren aan de transparantie op de markt.

Door de turbulente ontwikkelingen op de financiële markten kondigde de AFM in september 2008 maatregelen aan met betrekking tot short selling. Dit betekende een meldingsplicht voor bestaande short posities. Europese landen hielden er echter verschillend regimes op na. De Europese Commissie heeft in september 2010 een voorstel tot regulering van short selling gedaan¹⁷, waarbij onder meer wordt ingegaan op:

- de transparantie rond short selling te vergroten voor zowel aandelen als obligaties;
- de risico's rondom ongedekt short sellen te verminderen;
- de nationale toezichthouders bevoegdheden te geven om in te grijpen in noodsituaties;
- de toekomstige Europese toezichthouder, de *European Securities and Markets Authority* (ESMA), een coördinerende rol te geven bij financiële noodsituaties.

Voor short posities in aandelen stelt de Europese Commissie voor dat partijen bij het bereiken van een drempelwaarde van 0,2%, en elke volgende 0,1% van het aandelenkapitaal van een instelling, hun shortpositie bij de toezichthouder moeten melden. Een melding aan de markt zou moeten plaatsvinden als de short positie ten minste 0,5% bedraagt. In financiële noodsituaties zouden toezichthouders de bevoegdheid krijgen om short selling en de handel in ongedekte Credit Default Swaps tijdelijk te verbieden of beperken.

Regelgeving en interpretaties

De inwerkingtreding van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen in november 2006 (Wmz 2006)¹⁸, betekende dat alle meldingsplichtige belangen opnieuw moesten worden aangemeld. Het doel van de Wmz 2006 was de transparantie in zeggenschap en kapitaalbelangen in effectenuitgevende instellingen te vergroten en het meldingsproces voor meldingsplichtigen te vereenvoudigen met minder administratieve lasten als gevolg.

¹⁷ Het voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende baissetransacties en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps staat op: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_nl.pdf

¹⁸ De Wmz 2006 verving de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Wmz 1996) en gaf deels uitvoering aan de Europese Transparantierichtlijn. De Wmz 2006 is vervolgens per 1 januari 2007 opgenomen in Hoofdstuk 5.3 Wft.

Met de komst van de Wmz 2006 is het meldingenregime op een aantal punten aangepast:

- meer meldingsdrempels (Wmz 1996 6 drempels, Wmz 2006 11 drempels);
- uitbreiding reikwijdte: vennootschappen naar niet EU-recht met een notering in Nederland vallen nu ook onder regeling;
- verwateringsmeldingsplicht: het belang dat een drempel bereikt of onderschrijdt, door een uitbreiding van het kapitaal van een uitgevende instelling, moet ook gemeld worden;
- nieuwe meldingsplicht voor beheerders van een fonds voor gemene rekening.

Begin 2009 heeft de AFM haar beleid in het kader van de meldingsplichten bij het uit- en inlenen van aandelen (*securities lending*) herzien.¹⁹ Vanuit de markt waren vragen gerezen naar aanleiding van de passage die daarover opgenomen was in het kader van de meldingsplichten bij securities lending overeenkomsten in de voorlichtingsbrochure. Dit is reden geweest om het beleid te verifiëren en te herzien. Een belangrijk aspect van het nieuwe beleid is dat een ingeleend aandeel niet hoeft te worden gemeld als het binnen een dag weer wordt doorgeleend.

BOX 4.8: Acting in concert

Wat betreft de meldingsverplichting bij overeenkomsten om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid (*acting in concert*) te voeren heeft de AFM eind 2009 haar beleid verduidelijkt. De AFM vindt dat overleg tussen aandeelhouders kan bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling. Dit overleg kan aandeelhouders helpen hun opvattingen beter en eenduidiger over te brengen op een uitgevende instelling. Aan dergelijke vormen van overleg ligt in de regel geen overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren ten grondslag en zij kwalificeren dus niet als 'acting in concert'.

Voor de AFM is niet altijd kenbaar of sprake is van een overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren. De AFM kan bij de betrokken partijen informatie opvragen als de samenwerking mogelijk gericht is op een onderwerp dat kan leiden tot wijziging van de strategie van de uitgevende instelling, bijvoorbeeld door het gezamenlijk voordragen voor benoeming van één of meer bestuurders of commissarissen.

Verschillende feiten en omstandigheden kunnen de AFM doen vermoeden dat sprake is van een overeenkomst om een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid te voeren. De AFM kan bij partijen die vermoedelijk samenwerken bij een strategisch onderwerp informatie opvragen indien in aanloop tot, tijdens of na afloop van een algemene vergadering van aandeelhouders bepaalde feiten of omstandigheden zich voordoen.

AFM: Meer toegestaan in contact bedrijf, beleggers

Interview René Maatman, bestuurslid AFM in: DFT (20-11-2009)²⁰

In het overleg tussen ondernemingen en hun aandeelhouders én tussen aandeelhouders onderling mag een stuk meer dan vaak wordt gedacht. AFM-bestuurder René Maatman constateert dat er veel onduidelijk is over wat wel en niet mag in het (onderlinge) overleg. "Dit heeft bijgedragen aan de sfeer

¹⁹ De herziening van het beleid inzake securities lending is te vinden op:

<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2009/feb/meld-regelingen-herzien.aspx>

²⁰ Het gehele interview is te vinden op:

http://www.teleggraaf.nl/dft/nieuws_dft/5373023/___AFM___Meer_toegestaan_in_contact_bedrijf___beleggers___html

van confrontatie." De onduidelijkheid zat hem met name in het samen optrekken van meerdere aandeelhouders en de 'dialogoog' tussen ondernemingen en hun (grote) aandeelhouders.

"De AFM vindt dat overleg tussen aandeelhouders kan bijdragen aan het inzicht in de corporate governance van een uitgevende instelling", meldt de toezichthouder in een aangepaste voorlichtingsbrochure. "Dit geldt in het bijzonder met het oog op de voorbereiding van een algemene vergadering van aandeelhouders, waarbij overleg kan uitmonden in het geven van stemvolmachten en steminstructies."

Omdat het hierbij niet gaat om een 'duurzaam gemeenschappelijk stembeleid' geldt dit volgens de AFM niet als acting in concert. Daarvan is pas sprake als een overeenkomst tussen aandeelhouders niet voor één enkele vergadering geldt. Bijvoorbeeld als het ingrijpender voorstellen betreft, zoals een strategiewijziging of het ontslag van een bestuurslid. Ook dan is overleg niet verboden, zegt Maatman, "zolang je maar voldoet aan de meldingsplicht".

Maatregelen

In de afgelopen vijf jaar heeft de AFM voor overtreding van zowel de substantiële meldingsplicht als de meldingsplicht voor bestuurders acht boetes opgelegd, variërend van EUR 6.000 tot EUR 120.000. Enerzijds komt dat omdat sprake is van verschillende boeteregimes (Wmz ten opzichte van Wft), anderzijds omdat in een voorkomend geval tot matiging van de boete is overgegaan.

De boetes hadden betrekking op het niet melden van substantiële deelnemingen in één of meerdere uitgevende instellingen en het niet melden van bestuurderstransacties over een langere periode. Vanaf de inwerkingtreding van de Wft zijn de boetes ook gepubliceerd. Eenmaal is aangifte bij het Openbaar Ministerie gedaan voor het niet melden van bestuurderstransacties en dat heeft geleid tot vervolging.

Toekomst

De AFM is van mening dat de huidige regelingen in verband met de meldingsplicht, zowel voor de substantiële als voor de bestuurdersmeldingen, op een goede manier worden nageleefd. Op termijn zal naar verwachting een lagere eerste drempel worden geïntroduceerd bij substantiële meldingen (3% in plaats van de huidige 5%), wat meer meldingen zal betekenen, maar geen impact heeft op de systematiek van de meldingsregeling. De AFM pleit er voor dat er op Europees niveau harmonisatie komt in het meldingsregime van belangen, zowel voor short posities als economische longposities.

De AFM ziet dat de inhoud van de meldingen steeds meer wordt gebruikt door journalisten, analisten en anderen. Een goed voorbeeld hiervan is dat de informatie wordt gebruikt voor het bepalen van de zogenaamde *free float* van de aandelen. Dit houdt in dat kan worden bepaald welk percentage van de aandelen niet in vaste handen is. Ook de openbaarmaking van het opbouwen van een pakket door een partij wordt gebruikt om beleggingsbeslissingen op te baseren, bijvoorbeeld door een inschatting te maken van de kans op een overname.

5. Conclusie

De marktontwikkelingen gedurende de afgelopen vijf jaar hebben duidelijke gevolgen gehad voor de wijze waarop het toezicht op marktmisbruik door de AFM wordt ingevuld. Sinds de AFM in oktober 2005 het toezicht op marktmisbruik onder haar hoede kreeg, zijn de financiële markten internationaler geworden en volop in beweging. De versnippering van de handel als gevolg van de invoering van de MiFID betekent dat de AFM de activiteiten op meerdere, internationale handelsplatformen moet volgen en dat effectieve samenwerking op Europees niveau in belang alleen maar toeneemt. De AFM maakt zich sterk voor internationale oplossingen bij grensoverschrijdende problemen op het gebied van marktmisbruik. Tevens hebben de bijzondere omstandigheden tijdens de kredietcrisis de AFM genoodzaakt maatregelen te nemen tegen short selling van aandelen van beursgenoteerde financiële instellingen mede op grond van het risico op koersmanipulatie. Marktontwikkelingen die verder van invloed zijn op het toezicht op marktmisbruik zijn onder meer HFT, de rol van (groot)aandeelhouders en de ontwikkelingen in de wereld van fusies en overnames.

De AFM zoekt naar mogelijk marktmisbruik door koers- en volumeontwikkelingen en allerhande nieuws in de gaten te houden. Een marktmisbruiksignaal wordt geanalyseerd om te bezien of gesignaleerd gedrag daadwerkelijk een overtreding van de marktmisbruikbepalingen betekent. De AFM heeft verschillende systemen om al dan niet geautomatiseerd marktmisbruik op te sporen. Met behulp van datatechnieken brengt de AFM patronen in kaart die duiden op mogelijke marktmanipulatie en handel met voorwetenschap. Andere instrumenten voor het toezicht op marktmisbruik zijn de meldingsplicht van verdachte transacties, de meldingsplicht voor substantiële belangen en de rapportageverplichting van transacties.

De AFM heeft bij de invulling van het toezicht op marktmisbruik veel aandacht besteed aan de tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Naast het actief volgen van de activiteiten op handelsplatformen en het opvragen van informatie bij ondernemingen, heeft de AFM ook door middel van seminars en publicatie van leidraden duidelijkheid verschaft over de verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Goed contact met ondernemingen blijft essentieel voor toezicht op koersgevoelige informatie, dus de AFM zal regelmatig presentaties blijven houden voor beursgenoteerde ondernemingen. Ten aanzien van het publiceren van koersgevoelige informatie wil de AFM dat het nemen van uitstel van het onverwijld publiceren van koersgevoelige informatie gemeld wordt aan de toezichthouder. De AFM pleit er dan ook bij de herziening van de richtlijn Marktmisbruik voor dit verplicht te stellen.

Ter voorkoming van handel met voorwetenschap, is het van belang dat er een beperkt aantal personen de beschikking heeft over koersgevoelige informatie. De AFM wordt regelmatig geconfronteerd met insiderlijsten waarop een (te) groot aantal personen is vermeld en zal de komende tijd onverminderd aandacht vragen voor de risico's hiervan. Bij het toezicht op het verbod op handel met voorwetenschap is internationale samenwerking tussen toezichthouders cruciaal. De complexiteit van dossiers leidt nu nog tot lange doorlooptijden. Het onderzoek kan efficiënter worden uitgevoerd als de AFM de beschikking heeft over printlijsten en over order- en transactiegegevens voorzien van het client-ID veld in de transactierapportage aan de toezichthouder.

De AFM heeft de afgelopen vijf jaar haar marktmanipulatievisie aan de markt gegeven. Nu deze informatie is verspreid onder marktpartijen zal het accent in de toekomst meer komen te liggen op handhaving van de naleving van deze bepaling met behulp van statistische analyse. Daarnaast zal

meer aandacht worden gegeven aan informatiemanipulatie: het verspreiden van (valse) geruchten via bijvoorbeeld (internet)fora.

Ten slotte is de AFM van mening dat de huidige regelingen in verband met de meldingsplicht, zowel voor de substantiële als voor de bestuurdersmeldingen, op een goede manier worden nageleefd. Op termijn zal naar verwachting een lagere eerste drempel worden geïntroduceerd bij substantiële meldingen. Dit zal leiden tot meer meldingen maar zal geen impact hebben op de systematiek van de meldingsregeling. De AFM meent dat de meldingsplicht moet worden uitgebreid naar economische longposities die de houder ervan in de gelegenheid stellen over te gaan tot verwerving van een belang in de uitgevende instelling. De AFM pleit er tevens voor dat er op Europees niveau harmonisatie komt in het meldingsregime van belangen, zowel voor short posities als economische longposities, zoals recent door de Europese Commissie voorgesteld naar aanleiding van een advies van CESR.

Autoriteit Financiële Markten

T +31 020 797 2000 | F +31 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

www.afm.nl

De tekst in dit rapport is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van dit rapport.

Amsterdam, oktober 2010