



Grote Bickersstraat 74
1013 KS Amsterdam

Postbus 247
1000 AE Amsterdam

t 020 522 54 44
f 020 522 53 33
e info@tns-nipo.com
www.tns-nipo.com

Rapport

Eerste verkenning van het effect van toezicht AFM op de kapitaalmarkt

*Resultaten van een inventariserend onderzoek onder professionals op de
kapitaalmarkt*

Reg van Steen
Mark Schipper
Emil Fraai

G1894 | 19 augustus 2011

Voorwoord

In opdracht van de AFM heeft TNS NIPO in de periode mei-augustus 2011 een kwalitatief onderzoek uitgevoerd onder professionals op de kapitaalmarkt. Met dit onderzoek hebben wij een eerste verkenning gemaakt naar de effectiviteit van het toezicht van de AFM op de kapitaalmarkt, zoals gepercipieerd door deze professionals. In totaal hebben wij 25 respondenten op de werkplek geïnterviewd: fondsbeheerders, beleggingsanalisten, compliance managers, investor relations managers, effectenhandelaren en data vendors.

Er was een grote bereidwilligheid bij deze doelgroepen om aan het onderzoek mee te werken. Welbeschouwd heeft vrijwel niemand die wij benaderden apert geweigerd om mee te doen; alleen volle agenda's en geplande vakanties verhinderden soms dat men kon deelnemen.

Voor de goede orde wijzen wij erop dat wij in dit rapport letterlijke quotes van respondenten (geanonimiseerd) hebben opgenomen. Deze quotes zijn bewust niet geredigeerd om de doelgroep zo dicht mogelijk bij de lezer van dit rapport te brengen. Spreektaal is evenwel geen schrijftaal en daarom voldoen sommige uitspraken niet aan de eisen die een lezer aan geschreven taal mag stellen. Wij vragen daarvoor begrip.

Wij hebben dit onderzoek uitgevoerd in nauwe samenwerking met de AFM. Graag spreken wij hier een woord van dank uit voor alle medewerkers van de AFM die ons zowel in de opstartfase als tijdens het traject van zinvolle achtergrondinformatie hebben voorzien en/of anderszins hebben bijgedragen aan de kwaliteit van dit unieke onderzoek.

Amsterdam, 30 augustus 2011,
TNS NIPO
Emil Fraai
Mark Schipper
Reg van Steen

Inhoud

Voorwoord		
Inleiding		
	Interpretatie van de resultaten door TNS NIPO	4
		6
1	Toezichttaken van de AFM	8
1.1	Gebruik van onder toezicht staande bronnen	8
1.2	Het prospectus	9
1.3	Het biedingsbericht	12
1.4	De accountantsverklaring	13
1.5	Het (half)jaarverslag	15
1.6	Melden en deponeren	17
1.7	Koersgevoelige informatie (KGI)	18
1.8	Marktmisbruik	21
1.9	Pre- en posttradetransparantie	23
2	Informatiebronnen	26
2.1	Gebruik van informatiebronnen	26
2.2	Positie van onder toezicht staande informatiebronnen	30
2.3	Bijdrage toezicht aan waarde informatiebronnen	31
2.4	Toetsingscriteria	32
2.5	Data vendors	33
2.6	Registers	34
3	De Effectiviteit van het toezicht	35
3.1	Beeld van de AFM	35
3.2	Transparantie over bijdrage AFM	37
3.3	Juist inzicht in toezicht AFM	38
3.4	Bijdrage aan kwaliteit	40
4	Conclusies	42
4.1	Conclusies	42
Bijlage 1 Onderzoeksverantwoording		46

Inleiding

Achtergrond en doelstelling van het onderzoek

De AFM bevordert de eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Tijdige en adequate informatievoorziening is daarbij essentieel. Er gelden wettelijke regels voor effectenmarkten en hun infrastructuur, voor financiële verslaggeving, voor emissies en openbare biedingen en voor accountantsorganisaties. Er is daarmee toezicht op zowel financiële ondernemingen als andere (beursgenoteerde) bedrijven.

De AFM heeft thans behoefte aan meer inzicht in het *effect van haar toezicht* op de producten en diensten van kapitaalmarkten. De toezichthouder ontbeert een goed beeld van de informatie die professionals op deze markten hanteren bij het adviseren bij of het nemen van beleggingsbeslissingen. Er is niet eerder vastgesteld hoe deze doelgroep hier in de praktijk mee omgaat.

Professionals op de kapitaalmarkt kunnen uit tal van bronnen putten, waarvan er welbeschouwd zeven onder toezicht staan van de AFM:

- het prospectus;
- het biedingsbericht;
- de accountantsverklaring;
- de inhoud van het (half)jaarverslag;
- het melden van belangen en deponeren van het (half)jaarverslag;
- het openbaar maken van koersgevoelige informatie;
- pre- en posttradetransparantie;

De AFM wil een goed beeld krijgen van de wijze waarop professionals op de kapitaalmarkt zich informeren en tot beslissingen komen in algemene zin. In het bijzonder wil men weten hoe men omgaat met genoemde onder toezicht staande bronnen. Van die bronnen wil de AFM vaststellen:

- in hoeverre duidelijk is wat het toezicht van de AFM op de kapitaalmarkten inhoudt;
- wat de bijdrage is van het AFM toezicht aan de kwaliteit van producten en diensten van kapitaalmarkten waar men toezicht op houdt;
- in hoeverre professionals een juist inzicht hebben op dat toezicht, en daarmee of dat toezicht effectief is.

De AFM wil met dit alles welbeschouwd antwoord op de vraag: *"Waar doen we het allemaal voor?"*

Teneinde al deze vragen te kunnen beantwoorden, heeft de AFM in april 2011 aan TNS NIPO de opdracht verleend om een inventariserend kwalitatief onderzoek uit te voeren.

Onderzoeksopzet

Om het gewenste inzicht te verkrijgen, heeft TNS NIPO in de periode 19 mei - 3 augustus 2011 een kwalitatief onderzoek uitgevoerd onder de doelgroep. Wij hebben in totaal 25 diepte-interviews van gemiddeld ruim een uur uitgevoerd, verdeeld over 6 verschillende subdoelgroepen. Het volgende schema biedt een overzicht van de gesprekken die per segment hebben plaatsgevonden:

	Totaal	Verdeling naar functie			Grote bedrijven	Kleine bedrijven
Institutionele/ Prof. beleggers	7	3x fondsbeheerder	2x handelaar	2x hoofd compliance	5	2
Analisten	6	3x externe analist	3x interne analist		3	3
Beleggingsonder nemingen	4	2x fondsbeheerder	2x compliance		2	2
Uitgevende instellingen	4	4 x Investor Relations managers			2	2
Belangen- behartigers	2				Nvt	
Media	2	Data vendors			Nvt	

Rapportage

Dit rapport beschrijft de belangrijkste bevindingen van het onderzoek. Met nadruk wijzen we erop dat wij een *inventariserend* onderzoek hebben uitgevoerd. Het resultaat van de inventarisatie is een overzicht van meningen in de markt. Daarbij is aangegeven als opvattingen breed worden gedragen in de markt. Cijfermatig onderbouwde harde conclusies zijn niet te trekken. Niettemin is dit rapport omwille van de leesbaarheid in de stellende vorm geschreven. Overigens heeft de AFM het voornemen om in een volgend stadium een kwantitatief onderzoek onder dezelfde doelgroep uit te voeren, wat dus wel cijfermatig onderbouwde conclusies kan opleveren.

In nauw overleg met de AFM is het rapport als volgt gestructureerd:

- In hoofdstuk 1 gaan we gedetailleerd in op elk van de zeven toezichttaken, de mate waarin professionals hiermee bekend zijn en hoe zij met de betreffende individuele bronnen omgaan.
- Hoofdstuk 2 biedt op een wat grotere hoogte en met een helikopterblik een bredere kijk op het totale palet aan informatiebronnen waar de markt gebruik van maakt. Daarbij stellen we ook vast wat daarbinnen de positie is van de onder toezicht staande bronnen.
- Hoofdstuk 3 gaat ten slotte in op het beeld dat de kapitaalmarkt heeft van de AFM en hoe men de effectiviteit van haar toezicht op informatiebronnen beoordeelt.
- Hoofdstuk 4 biedt een overzicht van conclusies en aanbevelingen die wij op basis van de opvattingen van respondenten formuleren.

Interpretatie van de resultaten door TNS NIPO

Op basis van ideeën en suggesties van respondenten

Het toezicht van de AFM heeft overduidelijk effect. Wellicht helpen de volgende aanbevelingen om dat effect verder te versterken.

- **Meer persoonlijk contact.** De AFM heeft een dwingende maar ook een dienende rol op de kapitaalmarkt. De dwingende rol is de meeste respondenten wel duidelijk. Juist de dienende rol is onderbelicht en daar is nog voldoende ruimte te pakken voor AFM. Want sommige respondenten maken terecht duidelijk dat ze die rol zeer op prijs stellen. Dit alles vraagt de nodige stijlflexibiliteit van de AFM. De dienende rol komt tot uiting in de vraag van de kapitaalmarkt om meer zichtbaarheid en meer persoonlijk contact met medewerkers van de AFM. Zowel beleggers als IR-managers en zelfs data vendors zeggen spontaan meer mensen van de AFM te willen kennen. Een (roulerend) accountmanagementsysteem kan hier in belangrijke mate aan bijdragen, zoals een IR-manager suggereerde. Het zou de AFM de mogelijkheid bieden om spontaan haar doelgroepen op te zoeken, ook als er geen specifieke aanleiding is. In sommige gevallen vindt dit al plaats en dan blijkt ook dat betrokkenen dit uitermate op prijs stellen.
- **Zichtbaarheid vergroten.** Het optreden van AFM-specialisten bij congressen en forums stelt men uitermate op prijs. Verschillende respondenten hebben hierop gewezen. Het draagt bij aan het begrip voor de AFM en brengt de toezichthouder dicht bij de doelgroep. Er is ook gesuggereerd dat de AFM prominent bij kan dragen aan lesmateriaal (HBO, Universitair, e.d.), want ook dit helpt om de AFM meer gezicht te geven op de kapitaalmarkt.
- **Meer spontane meldingen marktmisbruik.** Een actievare relatie van de AFM met partijen op de kapitaalmarkt zal ook bijdragen aan het ontvangen van tips over marktmisbruik. Daarmee doorbreekt de AFM de passieve, afwachende rol die ze nu inneemt als het om dit soort meldingen gaat. Juist door de banden met partijen in de markt aan te halen, zal de toezichthouder het aantal tips over marktmisbruik zien groeien, is de veronderstelling van sommigen.
- **PR-strategie.** AFM mag niet onderschatten wat de pr-waarde is van situaties zoals zich bij Draka hebben voorgedaan. Dit zijn gebeurtenissen die de toezichthouder in het felle spotlicht plaatsen en waar de kapitaalmarkt veel oog voor heeft. Mocht voor dergelijke situaties nog geen specifieke communicatiestrategie bestaan, dan is het aan te raden deze te ontwikkelen teneinde er optimaal gebruik van te maken. Want het beeld van de AFM blijft dan lang kleven.

- **Consistentie in correspondentie.** De AFM mag ervan doordrongen zijn dat stakeholders op de kapitaalmarkt hun correspondentie van de AFM met elkaar delen, om van elkaars ervaringen te kunnen leren. Dit verlangt derhalve consistentie van de communicatie.
- **XBRL.** Data vendors zijn voorstander van het doorvoeren van standaardisering. Een van de twee data vendors was zeer uitgesproken in de wens dat de AFM hier een stimulerende rol in kan spelen.
- **Arbeidsmarktbeleid.** Wellicht vindt dit al plaats, maar wij raden aan het HR-beleid op de arbeidsmarkt te richten op een regelmatige uitwisseling van specialisten tussen AFM en de kapitaalmarkt. Het neutraliseert de opvatting dat te weinig mensen bij de AFM werken die ‘in de klei’ hebben gestaan, zoals sommigen op de kapitaalmarkt denken. Anderzijds verhoogt dit het begrip op de kapitaalmarkt voor de AFM en daarmee voor hetgeen de toezichthouder wel en niet vermag te doen.
- **Feedback.** De kapitaalmarkt vraagt zich regelmatig af wat de AFM in specifieke situaties doet, terwijl de toezichthouder daarover veelal niet mag berichten. Toch raden wij aan te bezien of hier een mouw aan te passen is. Een voorbeeld is de situatie waarin een partij op de kapitaalmarkt benaderd wordt door de AFM in het kader van specifieke koerssprongen. Als men deze vragen beantwoord heeft, krijgt men daarna nooit meer te horen wat het onderzoek uiteindelijk op heeft geleverd. Wij raden aan om een dergelijke partij toch na verloop van tijd iets van de follow-up te melden, hoe vaag dit ook mag zijn. Het vergroot de medewerking aan de AFM bij toekomstige situaties.
- Samenhangend met het voorgaande punt raden wij aan de respondenten van dit onderzoek (via TNS NIPO) op de hoogte te brengen van de resultaten van dit onderzoek. Dit zal de welwillende houding aangaande de AFM verder vergroten.

1 Toezichttaken van de AFM

Dit hoofdstuk biedt een gedetailleerd inzicht in elk van de zeven toezichttaken, zoals gepercipieerd door professionals op de kapitaalmarkt. We gaan achtereenvolgens in op:

- het prospectus;
- het biedingsbericht;
- de accountantsverklaring;
- de inhoud van het (half)jaarsverslag;
- het melden van belangen en deponeren van het (half)jaarsverslag;
- het openbaar maken van koersgevoelige informatie;
- marktmisbruik;
- pre- en posttradetransparantie.

Verschillende taken zijn enigszins overlappend. Zo maakt bijvoorbeeld de accountantsverklaring deel uit van het jaarsverslag en kan in het proces van openbare biedingen ook koersgevoelige informatie worden gepubliceerd. Ook in de perceptie van de respondent is overlap in toezichttaken en bijbehorende informatiebronnen aanwezig.

Voor zover relevant zullen wij bij de beschrijving op de overlap ingaan.

1.1 Gebruik van onder toezicht staande bronnen

Er is veel variatie in het gebruik van de informatiebronnen die onder toezicht van de AFM vallen: we zien een variatie tussen organisaties en tussen typen professionals. Enerzijds laat zich dit verklaren door het feit dat men met een bepaalde bron zelden in aanraking komt. Zo heeft niet iedereen ervaring met een prospectus of een biedingsbericht. Daarnaast zijn er informatiebronnen waar men zich minder of zelfs helemaal niet mee inlaat. Dit lot is met name de accountantsverklaring beschoren, zoals we hierna in de betreffende paragraaf zullen beschrijven. De volgende tabel biedt een overzicht van de ervaringen met de bronnen op basis van de 25 interviews die wij hebben uitgevoerd.

	Account.- verklaring	(half)jaarver- slag	melden en deponeren	KGI	pre- /post- tradie	prospectus	biedings- bericht
Fondsbeheerders							
Analisten							
Compliance managers							
IR managers*							
Belangenbehartigers							
Handelaren							
Data vendors							
Legenda:							

*IR managers = Investor Relations managers

1.2 Het prospectus

Net als bij jaarverslagen kunnen we bij prospectussen het onderscheid maken tussen de partijen die deze als uitgevende instelling opstellen en partijen die prospectussen als informatiebron hanteren. En in sommige gevallen is men beide: beleggingsinstellingen die zelf effecten aanbieden, respectievelijk op hun beurt in effecten beleggen.

Opstellers prospectus

Het is als effectenuitgevende instelling verplicht – uitzonderingen daargelaten – om over een goedgekeurd prospectus te beschikken die men algemeen verkrijgbaar stelt. Deze goedkeuring dient vooraf door de AFM te worden verleend. Men heeft de AFM dus nodig en dat is een essentieel verschil met de situatie bij jaarverslagen, waarbij toetsing pas achteraf plaatsvindt. Het opstellen van een jaarverslag is veelal een ongoing proces dat men vrijwel geheel zelfstandig kan uitvoeren in samenwerking met de vaste externe accountant. Voor het opstellen van een prospectus daarentegen is de ondersteuning van andere externe adviseurs nodig: juristen, consultants of andere financiële professionals. Daarnaast speelt de AFM in de kern een adviserende rol. Zo wordt het door uitgevende instellingen ervaren en men is goed te spreken over de wijze waarop de AFM met het prospectustoezicht omgaat. Sommigen zijn zelfs uitgesproken lovend:

“Het [afdeling] Prospectus heeft inmiddels een goed team opgetuigd. We hebben al diverse keren ervaring met de AFM gehad en dan krijg je echt zinnig commentaar. Niet pietluttig, niet formalistisch, maar gewoon inhoudelijk goed commentaar. En daar ben je als branche blij mee, want uiteindelijk hebben wij als listing agent ook een prospectusverantwoordelijkheid, dus als de AFM kritisch naar ons toe is met input dan kunnen wij het mooi vertalen naar het fonds toe.”

“...onze advocaten waren helemaal lyrisch over de inzet van de AFM. Die waren echt heel tevreden daarover (...). Ik heb er zelf geen ervaring mee, maar de externe juristen die zeggen dat ze het snel hebben gedaan, praktisch, die waren erg enthousiast. Ik denk dat het goed is om zoiets te hebben hoor.”

Zoals verwacht mag worden, zijn uitgevende instellingen en daaraan gelieerde belangenbehartigers het beste op de hoogte van het prospectustoezicht van de AFM. Al moet gezegd worden dat lang niet iedere investor relations manager de moeite neemt om de eigen prospectussen gedetailleerd door te nemen. Ze zijn in de ogen van velen ook ‘te dik’, wat ook wel wordt gezien als een consequentie van de ‘afvinkcultuur’. Ook ziet men in dat men aan Europese richtlijnen heeft te voldoen, waarvan men het nut inziet en daarmee ook begrijpt dat dit leidt tot omvangrijke boekwerken. Al is een enkeling cynisch:

“We kennen allemaal de verhalen van World Online. Achteraf blijkt dat het toch niet de informatie bevat die het zou moeten bevatten, dus wat schieten we daar mee op met die dikke boekwerken.”

Gebruikers het prospectus

Anders dan bij aanbieders is de doelgroep van gebruikers van prospectussen minder goed bekend met het toezicht erop van de AFM. Men gaat ervan uit dat er enig toezicht is en ‘dat het wel zal kloppen allemaal’:

“Nou, het is een soort van automatisme om aan te nemen als er zo’n papieren bulk ligt dat de AFM er naar heeft gekeken, dat het wel door de AFM is goedgekeurd, omdat je anders niet verwacht dat het er zal komen te liggen.”

De omvang van een prospectus stoot doorgaans af: deze leidt ertoe dat men deze slechts zeer beperkt inziet of zelfs helemaal links laat liggen, al dan niet door zich te verlaten op specialisten waarvan men verwacht dat die er wél doorheen gaan. Dat zijn interne collega’s of externe analisten, afhankelijk van de situatie.

“En lezen is een groot woord. Ik weet niet of je wel eens een prospectus hebt gezien, maar ik had er laatst een en die was ongeveer een halve meter dik.”

“Ook daar zeggen wij: de analisten filteren dat en brengen dat naar ons toe. Als je de beurs opgaat dan zijn er altijd twee of drie analisten die zeggen wat ze ervan vinden.”

“Kijk, al die financials vind ik niet zo interessant, dat geloof ik dan wel, dan vindt een (interne) analist daar wel wat van, dat hoef ik niet te lezen.”

“En partijen zetten over het algemeen dingen neer die wat positiever zijn dan de werkelijkheid...Ik ga dan wel op zoek naar partijen [externe analisten] die een wat onafhankelijke blik hebben.”

De klacht over de omvang van het prospectus wordt overigens vrij breed gedragen. Soms wijt men het aan verjuridificering van de samenleving of ‘Amerikaanse toestanden’. Het lijkt erop dat de aanbieder zich voor iedere mogelijke situatie wil indekken en dat het daarom tot zo’n omvangrijk document leidt. Belangenbehartigers vinden dat terecht bij IPO’s, sommigen zijn ook van mening dat in veel andere gevallen een verkorte prospectus afdoende moet zijn. Eigenlijk moet dan alleen de informatie die tussen het afsluiten van het afgelopen boekjaar en de emissie van nieuwe aandelen is vrijgekomen, goed worden beschreven.

Toch valt op dat men enerzijds klaagt en anderzijds ook begrip toont:

“Het prospectus is te juridisch geworden. Vooral mee doorgaan, maar het is uiteindelijk toch de eigen verantwoordelijkheid van iemand die iets wel of niet besluit te kopen.”

Voor zover men (onderdelen van) het prospectus leest, beschouwt men de volgende onderdelen als relevant:

- samenvatting;
- risicoparagraaf;
- kenmerken van het product;
- garanties en waarborgen;
- marktgegevens;
- waarderingen;
- schuldenpositie;
- eigendomsstructuur;
- governance-paragraaf;
- boekhoudregels;
- time table;
- term sheets.

Het lijkt erop dat de samenvatting, risicoparagraaf, marktgegevens en waarderingen relatief wat meer aandacht krijgen. Deze werden het meest genoemd door respondenten, zonder daarmee te willen suggereren dat de overige onderdelen niet van belang zijn. Sommige professionals vinden een prospectus belangrijker dan het jaarverslag, want een organisatie moet ermee verkopen, terwijl een jaarverslag altijd achteraf wordt opgemaakt.

De bekendheid met de rol van de AFM ten aanzien van prospectussen is tamelijk beperkt; men weet veelal wel dat de AFM een prospectus moet goedkeuren en daarmee is de kous af. Het is alsof men het dan ook niet meer nodig acht de details van dat toezicht te weten. Sommigen zijn van mening dat het hen niet ontslaat van de plicht om zelf conclusies te trekken op basis van het prospectus.

Het zal door dit alles weinig verbazing wekken dat professionals op de kapitaalmarkt niet of nauwelijks het prospectussenregister raadplegen, ook al omdat men dit via de aanbieder al ontvangt (soms op aanvraag, vaker spontaan toegestuurd). Ook al zou een analist of belegger weten dat er zoiets als een register bestaat, dan komt het niet in hem

op om te controleren of de AFM dit in een specifiek register heeft goedgekeurd. Alleen belangenbehartigers zijn gedetailleerd op de hoogte van de rol van de AFM, wat voortvloeit uit het feit dat zij hun wensen dienaangaande ook bij de wetgever bespreken.

Ten slotte mag niet onvermeld blijven dat prospectussen voor data vendors vrijwel onbekend terrein zijn. Ze bieden ze ook niet aan via hun terminal. Alleen bij IPO's kan het wel eens relevant zijn. Data vendors zijn dan ook niet bekend met het toezicht van de AFM op dit vlak.

1.3 Het biedingsbericht

Niet iedere respondent van dit onderzoek heeft ervaring met openbare biedingen. De ondervraagde compliance managers van beleggingsondernemingen hebben er nog nooit mee te maken gehad. Data vendors berichten er uiteraard altijd over, maar hebben op hun beurt nauwelijks een idee welke rol de AFM precies speelt op dit vlak. Het neemt niet weg dat de gang van zaken rond Draka hen duidelijk maakte dat de AFM in dat proces een stevige vinger in de pap had; de details ervan ontgaan hen echter. Overigens wijzen ook andere respondenten op 'Draka', wat duidelijk maakt dat de pr-waarde hiervan voor de AFM niet mag worden onderschat:

“En dan zie je wel de hand van de AFM, dat er na wordt gegaan dat ze [Chinmao] uiteindelijk met een echte bieding komen. Je kan wel een voorinteresse kenbaar laten maken maar dan moet je op een gegeven moment boter bij de vis doen, of anders je terug trekken. Dat is goed.”

Onder analisten zien we een gemengd beeld: of men weet er weinig van (“hmm, ja..., ik denk dat als je de dingen noemt dat ik zeg o, ja, maar nu...”) of men weet globaal dat er zoiets is als een stappenplan en het gelijktijdig openbaar maken van informatie. Een enkele analist vraagt zich af of de AFM zich hier echt mee moet bemoeien “mits iedereen zich netjes gedraagt”, terwijl een andere van mening is dat de AFM op dit vlak tekortschiet gezien de gang van zaken rond Corpate Express.

Effectenhandelaren die wij ondervroegen, zijn veel beter op de hoogte omdat ze zelf ook nauw betrokken zijn bij M&A-activiteiten.

“En het is heel simpel, je moet de AFM tijdig en juist informeren. Ze hebben een hekel aan spelletjes, dus als jij bewust informatie achterhoudt, wordt je relatie niet beter. Zoals iedere relatie moet je die onderhouden, dus ook met de AFM.”

Een van de brokers is een voorstander van het Britse Takeover Panel; hij vindt dat het in Nederland allemaal wat strakker geregeld zou mogen worden.

Professionele beleggers (fondsbeheerders, vermogensbeheerders) krijgen openbare biedingen veelal via persberichten onder ogen (al dan niet via een data vendor). Zij zien een taak voor de AFM met betrekking tot het toezicht op tijdig en juist informeren, soms

ook op de koersvorming van betreffende aandelen. Eén belegger vindt het van belang dat de AFM toeziet, al zijn biedingen door de geruchten doorgaans al veel eerder in de markt bekend:

“Stel ik heb een meeting met SAP en ik hoor van ze dat ze wat in de mid market willen overnemen, dan denk ik $1+1=2$: Unit4. Dan ga ik wat banken bellen en voordat je het weet zie je iets op Bloomberg staan. Of het waar is of niet. Bij biedingen heb je dat vaak.”

Beleggers volgen het proces vanzelfsprekend met meer belangstelling als ze het aandeel in portefeuille hebben, al betekent het in de praktijk dat ze moeten afwachten wat er gaat gebeuren.

Compliance managers van institutionele beleggers lijken wat beter op de hoogte zijn van het proces rond openbare biedingen dan hun evenknieën bij beleggingsondernemingen. Hun detailkennis reikt ook verder dan die van professionele belegger. Ze zijn ook bekend met de 30%-regel omdat ze daar zelf altijd onder willen blijven.

Ook investor relations managers zijn vrij goed bekend met openbare biedingen. Een enkeling beschikt over een eigen draaiboek voor die situaties waarin men zelf een bod doet. Een IR-manager wijst erop dat een biedingsproces nooit te lang mag duren omdat dit kan leiden tot verloop van medewerkers die men niet moet willen verliezen. Hij vindt het dan ook een belangrijk pluspunt dat de AFM toeziet op de snelheid van het proces.

Belangenbehartigers ten slotte weten heel goed welke rol de AFM op dit vlak speelt. Ze hebben wel wat wensen voor aanpassingen van het Besluit Openbare Biedingen, maar dit zijn zaken die ze met de wetgever aankaarten.

1.4 De accountantsverklaring

Van de zeven onder toezicht staande informatiebronnen die wij tijdens onze interviews besproken hebben, is van deze bron het minst bekend dat de AFM er toezicht op houdt. Daarnaast wordt deze bron weinig gelezen. De toevoeging dat het toezicht ook op de accountants en de door hen gehanteerde processen zelf plaatsvindt, is voor menig respondent een verrassing. En men stelt dat op prijs:

“De instituten waar je altijd heel veel waarde aan hecht, die dan toch hier en daar de fout in gaan, wat ook gewoon profitorganisaties zijn. Dus ik denk dat het heel handig is, goed is, dat AFM dat strak controleert.”

“Laat ik het zo stellen: ik denk dat het goed is dat de AFM er uiteindelijk nog een keer naar kijkt. Controle is natuurlijk ook gewoon hun business [van de accountant]. Wiens brood men eet, wiens woord men spreekt, dus ook daar vrij kritisch. Ik vind het prima dat een onafhankelijke club als AFM daar nog eens naar kijkt.”

De accountantsverklaring is voor de meeste respondenten een gegeven dat ze ter kennisneming aannemen. Veel interessanter is de managementbrief van de accountant. Mocht de verklaring een beperking hebben of geen goedkeuring krijgen, dan horen ze dat vaak al van andere informatiebronnen, zoals bijvoorbeeld Bloomberg.

Voor investor relations managers is de accountantsverklaring een formaliteit, een afvinkactie. De verklaring zelf zegt hen weinig. Een respondent verklaart veel meer interesse te hebben in de managementbrief die de accountant opstelt, veel specifiek is dan de verklaring, maar die niet publiek is. De accountant wordt geselecteerd op basis van kwaliteit, waar het gaat om expertise en flexibiliteit, en prijs. De contracten zijn vaak jaarlijks opzegbaar.

Bij compliance officers zien we een gemixt beeld. Eén respondent is heel uitgesproken: hij gelooft niet in dit toezicht. Hij denkt dat de AFM dit niet kan uitvoeren omdat ze daar de kwaliteit niet voor in huis heeft. Een andere respondent geeft juist aan dat het goed is dat de accountants zelf onder toezicht staan. Ook hier geeft een respondent aan de managementbrief veel interessanter te vinden dan de accountantsverklaring.

“Dat toezicht zou van mij direct mogen worden afgeschaft.”

Analisten geven aan weinig interesse te hebben in de accountantsverklaring. Eén respondent is cynisch over accountantsverklaringen, omdat accountantskantoren commerciële organisaties zijn die gewoon geld willen verdienen.

“Nee, ik lees geen accountantsverklaringen maar dat heeft ook met mezelf te maken [is voorheen zelf accountant geweest]. Ik heb er zelf bij gezeten [als accountant], dat een afkeurende verklaring zo ongeveer klaarlag en dat de klant het dan een beetje masseert, er komt wat geld bij...”

Bij belangenbehartigers wordt de accountantsverklaring als erg belangrijk gezien en ook het toezicht van de AFM op accountants.

“De afgelopen jaren mede door toezicht van de AFM zal een accountant zich ook wel twee keer achter de oren krabben om een goedkeurende verklaring af te geven, terwijl er toch een onjuist beeld wordt geschetst.”

“We hebben het idee dat een accountant sterker in zijn schoenen staat en een rechte rug houdt. Mede door de AFM.”

Met zichtbaar resultaat van het toezicht:

“We zien ook in onze evaluatie dat er steeds vaker een accountant nog een opmerking plaatst bij de verklaring terwijl hij een goedkeuring geeft. En de belegger wijst op specifieke risico’s voor de continuïteit van de onderneming of lopende claims die mogelijk een impact hebben op reserves of winstontwikkeling in de toekomst. Dat vinden we een goede ontwikkeling.”

Tot slot: bij fondsbeheerders wordt weinig naar de accountantsverklaring gekeken en heeft men een groot vertrouwen dat de accountant zijn werk goed doet. Het toezicht van de AFM op accountants maakt bij hen dan ook minder indruk.

1.5 Het (half)jaarverslag

In deze paragraaf spreken we gemakshalve van het jaarverslag, daar waar dit ook het halfjaarverslag kan betreffen. We maken – net als hierboven bij het prospectus – onderscheid tussen partijen die een jaarverslag opstellen en partijen die jaarverslagen als informatiebron hanteren bij (advies over) beleggingsbeslissingen.

De AFM houdt in het kader van TFV toezicht op de juiste toepassing van de verslaggevingsvoorschriften in de financiële verslaggeving enerzijds en anderzijds op het tijdig algemeen beschikbaar stellen en gelijktijdig deponeren van deze financiële verslaggeving. Wat dit laatste betreft kunnen organisaties binnen de wettelijke termijn hun jaarverslag deponeren in het daarvoor bestemde register van de AFM.

Opstellers van het jaarverslag

Zoals we ook bij andere toezichttaken zullen zien, zijn belangenbehartigers het beste op de hoogte van de toezichttaken van de AFM. De meerwaarde ervan ligt in de stok achter de deur richting zowel de accountant als de onderneming zelf en het overzicht dat men heeft:

“De AFM kan hopelijk door haar zicht op de hele sector, dat heeft een individueel accountantskantoor niet, kijken naar waarom er zulke verschillen zijn in boekhoudkundige benaderingen tussen ondernemingen in een sector.”

Enkele respondenten die niet aan uitgevende instellingen verbonden zijn, hebben wat meer uitgesproken wensen aangaande het toezicht, onder meer op het terrein van MVO, niet-financiële risico’s en de strategie van de onderneming. Een andere suggestie was dat er een verplichting komt tot het aanbieden van een eenvoudig schema voor de eigendomsstructuur; dat is nu soms erg moeilijk te overzien.

De meerwaarde van het toezicht op de jaarrekening wordt niet altijd ingezien; een van de respondenten is daar heel duidelijk over. Hij vindt dat er in de gedaante van de RvC en de accountant al twee toezichthouders zijn. Verder vindt hij het jammer dat er niet zoiets als een expliciete goedkeuring van de AFM voor het jaarverslag bestaat. Deze is er alleen impliciet, namelijk als men zes maanden na deponeren niets heeft gehoord. Hij is wel te

spreken over de wijze waarop de AFM aanbevelingen en mededelingen doet, en ziet dat een onderneming daar veelal pragmatisch mee omgaat:

“Dan denkt die onderneming misschien ook: ‘die AFM zegt maar wat, maar als we het zo doen, zijn we van het gezeur af’.”

De investor relations managers die wij spraken, geven vergelijkbare signalen af. Eigenlijk zien ze geen van allen de meerwaarde van het toezicht van de AFM op het jaarverslag. De AFM zou wat meer op de accountant moeten vertrouwen, of men vraagt zich af wat de AFM beter kan dan de accountant. Verder wijzen ze erop dat het jaarverslag in de markt veel minder feedback oplevert dan halfjaar- of kwartaalcijfers. We zullen hierna zien dat beleggers en analisten een zelfde standpunt innemen: het jaarverslag is voor hen veelal oud nieuws en daarom van ondergeschikt belang. Als er al een rol is weggelegd voor de AFM, dan is dat waarschijnlijk op het vlak van Europese gelijkschakeling. Een IR-manager heeft geleerd met de AFM te schakelen als er feedback komt op het jaarverslag, al hebben zijn collega's daar vaak wat meer moeite mee:

“De brieven zijn altijd heel formeel, het is bijna een juridische brief. De financiële mannen bij ons die daarover gaan, daarbij gaan de nekharen omhoog. Maar als ze zich realiseren dat als je om de tafel gaat zitten [met de AFM], dan kom je er wel uit (...). Dus het eerste contact is heel negatief, maar in het verdere proces, zodra er individueel contact is, gaat het prima. Alhoewel de schriftelijke communicatie nog steeds heel formeel overkomt.”

Uitgevende instellingen zijn goed op de hoogte van de taken van de AFM aangaande het jaarverslag. Het leidt ook af en toe tot veranderingen in het (volgende) jaarverslag. Vrijwel niemand weet hoe de AFM tot haar keuze van jaarverslagen komt. Het is ook niet duidelijk hoeveel tijd de AFM voor de controle nodig heeft en wanneer men reacties kan verwachten. Sommigen denken dat de AFM alle jaarverslagen van uitgevende instellingen controleert, anderen veronderstellen een steekproef, al weten ze niet hoe dat precies werkt *“en dat is maar goed ook, anders ga je aan kansberekening doen”*.

Gebruikers van het jaarverslag

Eigenlijk maken alle doelgroepen van dit onderzoek in meerdere of mindere mate gebruik van jaarverslagen. Data vendors zijn welbeschouwd de enigen die er enigszins van afwijken. Weliswaar bieden die (al dan niet via hyperlink) jaarverslagen aan, maar ze beschouwen het meer als een sanitaire voorwaarde in het aanbod van informatie aan hun klanten. Ze staan er gevoelsmatig tamelijk ver van af en het lijkt hen ook niet erg te kunnen boeien. Van het toezicht van de AFM weten ze dan ook welbeschouwd weinig tot niets af. Een en ander laat zich verklaren door hun voortdurende zoektocht naar het allerlaatste nieuws. Voor hen is dat veel belangrijker dan een jaarverslag dat welbeschouwd weinig nieuws waarde met zich meebrengt.

Ook andere doelgroepen beschouwen jaarverslagen – ook al maken ze er wel eens gebruik van – als ‘oud nieuws’. Vooral beleggers nemen dat standpunt in; voor hen zijn halfjaar- of kwartaalcijfers veel belangrijker omdat die een actueel beeld bieden van de

ontwikkeling van een organisatie. Al zien sommigen wel in dat kwartaalcijfers zonder verplichte accountantsverklaring wat minder betrouwbaar zijn dan de jaarcijfers. Niettemin is duidelijk dat jaarverslagen voor analisten belangrijker zijn dan voor beleggers, die er hooguit zijdelings kennis van nemen (en zich verlaten op de analyses die ze aangereikt krijgen).

Analisten gaan zelf – al dan niet gedetailleerd – door jaarverslagen heen, waarbij ze vooral vertrouwen op hun eigen scherpzinnigheid. Sommigen hebben geen idee of en, zo ja, hoe de AFM erop toeziet. Anderen weten dat het om consistentie en volledigheid gaat, maar dat hoeft nog niet aan hun eigen eisen voldoende tegemoet te komen:

“Waar ik aan twijfel is of ze tussen de regels doorlezen. Of er bijvoorbeeld niet-zichtbare reserves zijn uitgehaald, die zijn niet zichtbaar, maar je ziet ze wel als je het doorneemt. Dus cijfermatig het goed doornemen of het helemaal aan de zachte kant ook goed doorgenomen wordt, dat betwijfel ik.”

Een van de ondervraagde analisten legt altijd het jaarverslag van het voorgaande jaar naast het nieuwe jaarverslag om beide pagina voor pagina parallel door te spitten. Soms ontbreekt in het ene jaar een variabele en dan is dat relevant voor zijn analyse.

Al met al weten analisten niet precies wat het jaarverslagtoezicht inhoudt. Hoewel sommigen de waarde ervan in twijfel trekken, vinden anderen het prettig dat het toezicht plaatsvindt. Het geeft een veilig gevoel:

“Ik denk wel dat het belangrijk is een bepaald kwaliteitsniveau en betrouwbaarheid te handhaven. Dat er wordt gekeken door een onafhankelijke partij is dus op zich wel waardevol.”

1.6 Melden en deponeren

Van alle besproken onder toezicht staande informatiebronnen is die van melden en deponeren het bekendst en wordt het register ervan ook het meest bekeken en gewaardeerd. Veel respondenten maken gebruik van de alertfunctie die de AFM hen op dit vlak biedt.

De investor relations managers kijken regelmatig in het register. De afdeling Legal verzorgt meestal de meldingen. Een belangrijke rol is hier ook weggelegd voor de secretaris van de Raad van Bestuur bij het monitoren van de naleving van het melden.

De compliance officers verzorgen meestal alle of een deel van de meldingen aan de AFM.

Eén respondent is van mening dat het register niet altijd volledig is. Een andere respondent vindt de manier van melding van bestuurdersbelangen niet gemakkelijk. Bestuurders worden heel voorzichtig met het beleggen in eigen aandelen of doen het helemaal niet meer. Eén respondent zegt dat het beter zou zijn wanneer de AFM

stimuleert om zo veel mogelijk in eigen aandelen te beleggen, want dat geeft een positief signaal af naar klanten en de buitenwereld.

Voor analisten is het register erg belangrijk. Zij kijken hier regelmatig in. Eén respondent geeft zelfs aan dat het register voor hem betrouwbaarder is dan Bloomberg op dit terrein.

“Maar vooral de insidertransacties. Ik heb wel eens een bedrijf gedowngraded op basis van wat de CEO verkocht. Dat was een zeer goede indicator. En ook trouwens toen hij het weer aankocht. Dus die houd ik bij.”

“Bloomberg is op zich een mooie quickscanbron, maar uiteindelijk acht ik het toch minder betrouwbaar dan de AFM in deze. Omdat Bloomberg toch vaak... iemand tikt het in, in India, sommige partijen melden transacties, de een met vertraging van zoveel maanden, de ander met zoveel. Ze proberen alles zelf actueel te houden, dat geloof ik wel, maar aan de andere kant, als het aantal aandelen omhoog of omlaag gaat, dan kloppen die belangen vaak al niet meer.”

Een respondent meldt dat hij wel eens verschillen ziet in melding van substantiële belangen bij de SEC (Securities and Exchange Commission) en de AFM. Zo wordt er wel eens melding gedaan van een 5%-belang bij de SEC en in het AFM-register zie je dat niet terug. Dat is voor beleggers moeilijk uit te leggen, hoe dat kan gebeuren.

Een belangenbehartiger laat weten dat het melden van zaken uiteindelijk de eindverantwoordelijkheid van een onderneming is. Vooral in situaties van een mogelijke overname is een afweging tussen melden en voorkomen van paniek in de markt belangrijk. Bij de data vendors is het register niet nieuwswaardig genoeg of men gebruikt het gewoonweg niet. Voor de fondsmanagers ten slotte is deze informatiebron juist zeer relevant. De meesten halen de benodigde informatie van Bloomberg.

1.7 Koersgevoelige informatie (KGI)

Uit de diverse gesprekken komt naar voren dat er op het gebied van openheid (fair disclosure) van informatie (insider information) flinke stappen gemaakt zijn de laatste jaren, onder meer door toezicht van de AFM. Het is voor de meeste respondenten duidelijk dat koersgevoelige informatie te allen tijde en tijdig gemeld dient te worden. Wel rest vaak de vraag: wat is koersgevoelige informatie? Daar blijft toch een eigen interpretatie de boventoon voeren.

Ook erkennen respondenten dat het onmogelijk is dat iedereen gelijktijdig over dezelfde informatie kan beschikken.

“Maar het is wel een lastige. Want wat is precies koersgevoelige info? Het moet niet publiekelijk zijn etc. AFM heeft een mooi lijstje van 5 dingen. Maar als het aan 4 dingen voldoet en eentje niet, is het dan opeens geen koersgevoelige info meer? Wij gaan daar voor het zekere mee om en heel secuur.”

“Uiteindelijk gaat alles om vertrouwen in het systeem, naleven wet- en regelgeving en eerlijkheid daarvan. En dat iedereen op hetzelfde moment informatie krijgt. Kijk, de één zal vast wat sneller wat weten, maar zo werkt het nu eenmaal. De bakker om de hoek met vijf aandelen heeft nou eenmaal geen contact met de CEO en CFO, wat een grootaandeelhouder wel heeft. Ja, ik denk dat vertrouwen het belangrijkste is.”

Bij de investor relations managers wordt KGI gestructureerd aangepakt. Er zijn interne richtlijnen opgesteld die bij de betreffende werknemers, bestuurders en commissarissen bekend zijn en die gaan over hoe om te gaan met voorwetenschap en handelen in aandelen. De IR-afdelingen zorgen dat ze regelmatig dan wel ad hoc, als de situatie dat vraagt, met de juiste interne collega's om tafel zitten of notulen van vergaderingen krijgen om KGI te bekijken en te besluiten wat er naar buiten moet. Bij de kleine beursgenoteerde organisaties wordt in samenspraak met CFO bekeken wat KGI is. Bij een grote beursgenoteerde organisatie meldde een respondent dat zij een disclosure-comité hebben, bestaande uit IR, Corporate Control, Corporate Communications en Legal (waar compliance onder valt) die gezamenlijk besluiten wat KGI is en wat er dan in de vorm van een persbericht uit moet.

De compliance managers hebben regelmatig, soms zelfs dagelijks, met KGI te maken. Zij zorgen dat ze goed aangelijnd zijn bij de interne organisatie. Ze willen zowel strategisch als operationeel weten waar hun organisatie mee bezig is. Ze zijn zich ervan bewust dat ze een dubbele functie hebben: sparring partner voor collega's en interne waakhond. Indien nodig kunnen ze verschil van mening (agree to disagree) met collega's laten escaleren tot aan Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en uiteindelijk zelfs de AFM. Er zijn interne richtlijnen opgesteld waarmee collega's hun eerstelijns verantwoordelijkheid kunnen invullen, zodat er voldoende tijd overblijft voor compliance om een postcheck te doen en vraagbaak te zijn.

“Koersgevoelige informatie, de interpretatie daarvan, daar heb ik ook mee te maken in die zin. We moeten tijdig publiceren, we bezoeken veel bedrijven, dan hoor ik weleens wat, wat niet openbaar is. Hoe ga je daarmee om en wat zijn de maatregelen intern? We hebben daar allemaal richtlijnen voor.”

Analisten krijgen KGI meestal binnen via Bloomberg of rechtstreeks van de ondernemingen in de vorm van persberichten. Indien ze zelf KGI constateren, dan melden ze dat aan hun compliance-afdeling.

“Nee, als ik onduidelijkheden heb, ga ik hier naar onze compliance officer. We moeten overal toestemming voor vragen, zeker met privétransacties.”

“Als wij rapporten uitsturen... we hebben een soort investment committee, als je dan een rating change wilt doorvoeren en dat bediscussieert met collega's of het allemaal wel klopt en slim is om te doen, dan gaat dat ook naar compliance toe. Zodat die weet er komt een rapport aan en ervoor zorgt dat iedereen zijn mond dichthoudt. Ik heb zelf niks te maken met AFM.”

“Feit dat ondernemingen veel sneller persberichten uitgeven, is beter geworden. Ze letten ook beter op wat ze zeggen. Ze zijn veel behoudender dan wanneer ze one-on-one meetings hebben. Je krijgt eigenlijk geen info meer. Analistenmeetings gaan nergens meer over. Dat is voor ons heel slecht, maar vanuit het doel van de AFM (gelijkheid voor iedereen) is dat beter geworden.”

“Ja, ze (beursgenoteerde ondernemingen) schieten wel te ver door, als er een persbericht is uitgeweest, dan komt de analistenmeeting. Dan de conference call en dan worden bepaalde vragen gesteld. Dan wordt er gezegd: dat kunnen we niet zeggen, want dat moet er eerst in een persbericht uit. Terwijl het wel op internet staat bijvoorbeeld. Voor ons is dat geen verbetering, maar wel voor de AFM.”

Bij data vendors meldt een respondent dat hij zich afvraagt of het wel echt mogelijk is om KGI tegelijkertijd aan iedereen publiek te maken. Volgens hem is er altijd tijdsverschil tussen bronnen en ziet hij het zelf ook als zijn taak om te proberen de eerste te zijn en de concurrent het nakijken te geven.

Een belangenbehartiger laat weten dat het melden van KGI-stukken verbeterd is vergeleken met 10 jaar terug. Tegelijkertijd is het aan de onderneming om te bepalen wat koersgevoelig is, wel is er behoefte aan guidance over de gewenste reactietijd vanuit de onderneming:

“De jurisprudentie schrijdt ook weer voort en is redelijk uitgekristalliseerd. Je weet nog niet goed wat nou onverwijld de publicatie van een persbericht is, als er gelekt is. Recentelijk is er een uitspraak geweest, ik geloof over Super de Boer, dat onverwijld in ieder geval niet 3,5 uur is. Maar wat het dan wel is, als tussen het moment dat je bij opening de koers omhoog ziet schieten en publicatie een uur zit, is dat onverwijld?”

Fondsbeheerders krijgen hun KGI meestal via Bloomberg of rechtstreeks van de ondernemingen zelf. Wel stelt men zich de vraag wat KGI tegenwoordig nog inhoudt? Een respondent meldt dat er een dunne scheidslijn is tussen marktkennis en KGI. De AFM gaat volgens hem achteraf op zoek naar acties die ongeoorloofd kunnen zijn. Ook omdat ze ervan uitgaan dat iedereen een boef is.

“Nou, wat is koersgevoelige informatie...? De Londense en Amerikaanse huizen weten echt wel dat wanneer ze in overtreding gaan dat ze de gevangenis in gaan. Dus die weten echt wel wat ze mogen en niet mogen. Wat is koersgevoelige informatie? Bedrijven zijn zich er ook heel bewust van. Ze weten dat het heel gevaarlijk is dat wanneer ze tegen de ene belegger op tijdstip 1 zeggen dat ze dit ook op hetzelfde tijdstip tegen de andere belegger moeten zeggen.”

“Soms zeggen mensen dat je aan lichaamstaal kan zien of het goed of slecht gaat. Heb je dan een kennisvoorsprong op de gewone particulier op de markt of niet?”

Daarnaast heb je te maken, als je een kennisvoorsprong al zou hebben, of dat wel een voordeel is?”(fondsbeheerder)

1.8 Marktmisbruik

Meldingen

Een substantieel aantal professionals op de kapitaalmarkt ziet of hoort wel eens van situaties die niet helemaal in de haak lijken te zijn. Men verbaast zich erover, of stoort zich eraan dat dit blijft gebeuren. Opvallend is evenwel dat lang niet iedereen zich geroepen voelt om het ergens te melden. Ze zien het niet als hun taak om dit te doen. Een van de ondervraagde beleggers vindt dat zijn klanten hem niet betalen om daar achteraan te gaan. De ouwe rotten in het vak storen zich eraan, en gaan vervolgens over tot de orde van de dag. Het is welhaast alsof het om een misstand gaat die er nu eenmaal bij hoort op de kapitaalmarkt, ook al zou men graag anders zien. De autonome zelfreïnigende werking is dus tamelijk beperkt. Daar komt nog een dimensie bij kijken. Volgens een effectenhandelaar bedenk je je wel twee keer als je een vermoeden van marktmisbruik gaat melden als het een van je klanten betreft. Je hebt immers een commercieel belang bij een goede klantrelatie.

“Als onze beste klant iets heeft, geven we die dan zo maar gelijk aan bij de AFM? Dan is het einde oefening en dan kunnen we sluiten. Dat zijn dilemma’s want de kans is groot dat daar door de AFM en de politiek overheen wordt gestapt. Ik sta volledig achter het uitgangspunt, maar vergelijk het altijd met dat iemand in elkaar wordt geslagen en je moet melden of moet ingrijpen als je het ziet. Natuurlijk doe je dat. Maar wat als die grote man nu weet wie jouw vrouw en kinderen zijn?”

Bovendien is het altijd maar zeer de vraag of zo’n vermoeden ook echt tot een harde case te brengen is. Niet voor niets zijn er tal van onderzoeken van de AFM waar men vervolgens niets meer van hoort, dus hoe hoog is de kans dat het wat oplevert? Deze houding stimuleert eerder passiviteit dan activiteit als het gaat om het melden van vermoedens van marktmisbruik. Last but not least is men minder bereid om mee te werken met een instantie die jou a priori als een ‘boef’ beschouwt. Eens te meer pleit dit voor het aanhalen van de banden met partijen op deze markt.

Hoe staat het met de drempel om marktmisbruik te melden? Weinigen zeggen het rechtstreeks te melden bij de AFM, de meesten doen het bij de afdeling Compliance en laten het daar ter beoordeling of het gemeld moet worden aan de AFM. Een aantal respondenten gaf aan dat er duidelijke richtlijnen (gedragscodes) zijn opgesteld binnen hun organisatie, waarbij de afdeling Compliance een leidende rol heeft. Of de respondenten het melden, hangt af van de aard en de omvang van het marktmisbruik. En ook hoe belangrijk de klant of derde persoon is die ze daarmee moeten aangeven. Er leeft ook een beeld dat het met klokkenluiders vaak niet goed afloopt. Dus waarom zou je al dat risico lopen? En bovendien: hoe vaak gebeurt het niet dat de AFM iets op het spoor

lijkt te zijn, waar men vervolgens nooit meer iets van hoort? Een aantal respondenten vindt trouwens dat het sowieso niet zo veel meer voorkomt vergeleken met tien of twintig jaar terug. Het is dus maar wat je perspectief is.

Om het melden te bevorderen, kan AFM volgens sommigen de meldingsprocedure wellicht gemakkelijker maken: een tiplijn of bijvoorbeeld een ‘knopje’ dat je kunt aanklikken op de AFM website, zoals een respondent het verwoordde.

“En wat doen we daarmee? Het ligt er een beetje aan, de aard en omvang van marktmisbruik. Als iemand willens en wetens de markt wil misbruiken en jou de opdracht geeft, dan klik je. Dat is niet van harte, dat is een soort van verraad naar je klant toe. Dan ga je stiekem achter z’n rug melden bij de AFM, en dan mag je het hem niet melden. Dat is een bizarre wetgeving vind ik zelf.”

“Met klokkenluiders loopt het meestal niet goed af. Hoewel er andere regels zijn. Klokkenluiders worden geen CEO, maar belanden in de WW.”

“Dat neemt enorm af, ook omdat men weet: ‘big brother is watching’.”

“En wat ik ervan vind, opinie hè, als ze mij bellen om iets kleins, snap dat het moet. Eerst vier keer bellen, dan pas erachter aan gaan. Daar hoor je dan weer niks van.”

Signalering door AFM

Een aantal respondenten vraagt zich af of de AFM wel alles ziet wat afwijkt. Enerzijds omdat men nog steeds opmerkelijke koersbewegingen ziet waar de AFM niet op duikt en anderzijds omdat men te weinig hoort van wat voor acties de AFM uitvoert op geconstateerde ongebruikelijke transacties.

“Er zijn jongens in de branche waar ik mee spreek die het ook zien (vreemde koersbewegingen) en dat je tegen elkaar zegt van: hoe kan dat nou? Waarom mag dat nou nog steeds?”

Bij analisten zijn er twee die wel eens een telefoontje van de AFM hebben gehad waarbij de AFM navraag deed over specifiek advies over een onderneming dat ze gegeven hadden. Aanleiding waren dan de onverklaarbare koersbewegingen die zich in het aandeel van die onderneming hadden voorgedaan nadat het advies uitkwam. Een respondent heeft het idee dat vooral bij de kleine beursgenoteerde ondernemingen opmerkelijke koersbewegingen niet worden aangepakt. Een andere respondent heeft het over tv-programma’s die niet worden aangepakt.

“dan zie ik soms wel dingen dat ik denk, dan ruik ik al dat het niet goed is. En dan heb ik het niet over de dingen van meneer Boonstra, maar gewoon over dingen... berichten, bekende televisieprogramma’s met bekende oplichters dan zie je het ook weer gebeuren, dat snap ik dan niet. Het is niet anders.”

“...wel eens over verbaasd dat dingen die uit mijn optiek heel makkelijk lijken op voorkennis, dat het bijna onmogelijk is om daar mensen voor achter de broek aan te zitten. Dat het nauwelijks lijkt te lukken. Ik denk: dit lijkt overduidelijk, maar voor voorkennis is nauwelijks ooit iemand veroordeeld. Eén of twee gevalletjes. Vraag ik me wel af of er echt maar één of twee gevalletjes waren. Ik weet niet of Nina Brink ooit,.. dingen waarvan je denkt: dit lijkt erop... Ik denk dat het belangrijk is dat als er iets echt misgaat, dat het ook tot een veroordeling komt, maar tot op heden, dingen die wat mij betreft niet zouden mogen, zijn dan in de praktijk toch moeilijk aan te pakken...”

Een data vendor meldt dat sommige fondsen zo volatiel zijn, dat je nooit kunt bewijzen dat er iets aan de hand was. En hij heeft het idee dat de AFM er achteraan gaat, maar je hoort er nooit meer iets van.

Bij de fondsbeheerders wordt ook aangegeven dat ze opvallende koersbewegingen zien waarvan ze denken: wat wordt hiermee gedaan? Ze snappen ook wel dat het er heel dik bovenop moet liggen voordat je als AFM een echte zaak hebt. De AFM zou wel meer de grote vissen (als Boonstra) mogen aanpakken in plaats van kleine beleggers te beboeten..

“Het is lastig om te zeggen wat je dan van de AFM zou mogen verwachten.”

Een compliance officer meldt dat AFM zijn beperkte zicht op wat er gebeurt, kan compenseren door een betere interactie met haar stakeholders aan te gaan.

“Ja, dat hebben ze natuurlijk niet. Maar wie heeft dat wel? Wat er allemaal speelt, dat vind ik een vrij ingewikkelde uitdaging om te weten. Je moet natuurlijk wel de cruciale dingen volgen. Dat er een goede interactie is met marktpartijen, waarbij ze ook dingen durven te adresseren of te melden of te bespreken en waar ze ook regelmatig op bezoek gaan. Dus ik denk in hoeverre ze daar zicht op hebben? Ik denk het niet. En kan dat vergroot worden? Ja, ik denk het wel. Door veel meer nog interactie met marktpartijen te hebben en iets meer in de markt proberen te staan. Wat ik net ook al zei: deskundigheid haal je niet van buiten naar binnen op hetzelfde niveau, dat is utopisch, maar probeer dan wel op een andere manier aan die inzichten te komen.”

1.9 Pre- en posttradetransparantie

Respondenten gaan er bijna allemaal van uit dat AFM de handel op ongebruikelijke transacties in de gaten houdt. Op de vraag hoe de AFM dit doet, komt meestal het antwoord dat er middels een specifieke techniek gekeken wordt naar bijzondere en afwijkende uitslagen in de handel.

“Daar zullen ze (AFM) een programma voor hebben geschreven, alles wat afwijkt van de standaard van een bepaalde bandbreedte daar zal een pop-up van verschijnen. Zo zou ik het doen dan. Hoeveel het afwijkt van het average, dan zou ik het willen weten.”

Door de komst van nieuwe handelsplatformen is de handel er wat de meeste respondenten betreft niet transparanter op geworden. Daarnaast wordt veelvuldig gewezen op OTC (over the counter) handel en dark pools waar helemaal geen zicht op de handel is.

“Ja. Dat volgen we. We hebben een portal waarin we dat kunnen zien. Het wordt wel steeds minder transparant, bijvoorbeeld door dark pools. Ook zien wij niet alles wat er tussen partijen doorschuift.”

De IR-managers hebben vooral moeite om boven water te krijgen wie hun aandeelhouders zijn. Verder dan 75% aandeelhoudersidentificatie komen ze niet. Een respondent wijst op scheve verhoudingen binnen Europa. Zo is het in Frankrijk verplicht voor elke aandeelhouder om zijn bezit openbaar te maken en kun je tot 100% identificatie komen. In Nederland hoeft dit niet.

De dark pools en OTC maken het inzicht in de handel er niet beter op.

“...terwijl bijvoorbeeld in Frankrijk de regelgeving zo is dat de aandeelhouder moet disclosen aan jou. We hebben hier geen drukmiddel om dat te doen, terwijl daar de identificatie 100% is, het is eigenlijk gek dat wij niet weten wie onze eigenaar is, dat is gek.”

Een compliance manager zet zijn vraagtekens bij de check die de AFM uitvoert. De ongebruikelijke transacties die worden geconstateerd daar heb je niet zo veel aan als je het niet echt koppelt aan goede kennis van de kapitaalmarkt zelf. Daarnaast meent hij dat de database waar de AFM zijn analyses op uitvoert verre van volledig is.

“Begrijpen ze helemaal wat ze analyseren? Wel gesprekken gehad (met AFM) waaruit blijkt dat het niet helemaal het geval was.”

En je ziet ook marktmisbruik bij andere partijen. Je kunt omzetten wel melden waardoor het lijkt of je een bepaald aandeel in de kapitaalmarkt hebt, maar die zijn niet werkelijk. Iemand maakt fake-omzetten. Dat doe je om, IPO's (Initial Public Offerings) en dat soort dingen binnen te krijgen. Of om meer trades binnen te krijgen. Want men denkt dat de liquiditeit bij jou zit, terwijl die daar niet zit, dus de markt op het verkeerde been zetten.”

Fake omzetten zijn nog steeds actueel volgens een analist

“Tot een halfjaar geleden wel ja. Dat hebben we ook gemeld bij de AFM. Maar ja, daar zie je niks meer van terug, daar hoor je niks van.”

Een IR manager meldt dat het zicht op de handel vrij beperkt is

“Vind ik eigenlijk wel vrij beperkt. Want dat krijgen wij ook niet, wie er precies handelt en hoe dat allemaal gaat. We weten wel welke bank welke handel voor zijn rekening heeft genomen. Maar er zijn heel veel van die dark pool platforms: je hebt een hele hoop

platforms, niet Euronext, waar we nauwelijks zicht op hebben, dus dat maakt het wel een beetje vaag.”

2 Informatiebronnen

2.1 Gebruik van informatiebronnen

In dit subhoofdstuk zullen we het totale palet aan informatiebronnen waar de markt gebruik van maakt benoemen. Daarbinnen zullen we ook de positie van de onder toezicht staande bronnen behandelen.

In totaal hebben de respondenten ons 84 informatiebronnen genoemd. Daar zit de nodige overlap in, maar het geeft wel de variëteit aan. Rekening houdend met de overlap komen we op zo'n 60 bronnen. Daarbij is de ene bron enger gedefinieerd dan de andere bron, bijvoorbeeld Bloomberg versus internet.

Welke bronnen worden het meest gebruikt?

- 1) Bloomberg en Reuters (14x)
- 2) Register Meldingen (13x)
- 3) Analisten (12x)
- 4) Internet (12x)
- 5) Kwartaalcijfers en jaarcijfers (11x)
- 6) Collega's (10x)
- 7) Persberichten koersgevoelige informatie (9x)
- 8) Wet- en regelgeving (8x)
- 9) Management van bedrijven (7x)
- 10) Aandeelhouders (7x)
- 11) Concurrenten (6x)
- 12) Prospectus (6x)

Alle overige bronnen worden 5x of minder genoemd.

Ad 1) Bloomberg en Reuters

worden samen het meest genoemd. Is een essentiële bron voor veel respondenten om de dag mee te beginnen, bijvoorbeeld om de persberichten te lezen. Van de twee is Bloomberg veruit favoriet.

“Het belangrijkste is eigenlijk Bloomberg, ik heb hem hier ook bij me, op de smartphone. Dat hebben we dus echt altijd bij ons.”

Ad 2) Het Register Meldingen

wordt door respondenten als zeer belangrijke bron gezien. Dit register geeft onder meer inzicht in substantiële deelnemingen en insider trading. Deze informatie is voor menig respondent een belangrijke indicator van hoe de onderneming ervoor staat. Wat doen de RvB en RvC en wie hebben er een substantieel belang in de onderneming? Het is

bijzonder dat deze informatie ook nog eens van de AFM-site wordt gehaald. Bij KGI wordt bijvoorbeeld de informatie van Bloomberg gehaald in plaats van het Register KGI.

“Ik heb weleens een bedrijf gedowngraded op basis van wat de CEO verkocht. Dat was een zeer goede indicator. En ook trouwens toen hij het weer aankocht. Dus die houd ik bij.”

Ad3) Analisten

Analisten zijn voor respondenten van verschillend belang. Voor fondsbeheerders zijn ze belangrijk als sparring partner, als toetssteen voor eigen analyses. Zowel de interne als externe analisten. Wel is men zich bewust van de dubbele functie van externe analisten, dat is analyse leveren en sales genereren.

“Als belegger moet je gezond cynisch zijn, we zitten allemaal vrij lang in het vak en je weet dat investment banks nog steeds preken voor eigen parochie en ik weet niet of dat daar nog meer mogelijk is om research te scheiden van het investmentstuk.”

Tijdens de interviews bleek dat advies van een externe analist steeds vaker in de vorm van adviesfee wordt betaald in plaats van de bekende transactiefee.

“En er zijn veel klanten die ons steeds meer betalen in checks in plaats van omzet. Als iemand goede ideeën heeft, veel weet van de business, goede service biedt en goede toegang heeft tot het management van bedrijf, dan wordt daar door de klant soms 50.000 euro per kwartaal voor betaald.”

Voor IR-managers zijn externe analisten belangrijk als promotor van de aandelen om zo de sales en handel te bevorderen. Analisten schrijven over een aandeel. Dat is belangrijk voor IR-managers en daarom besteden zij veel tijd aan het bedienen van analisten. Voor de handelaren ten slotte is het advies van hun analisten belangrijk om op basis daarvan transacties te kunnen doen met klanten.

Ad 4) Internet

Internet omvat natuurlijk erg veel en wordt steeds belangrijker voor respondenten. Er wordt door respondenten op internet uitgebreid gezocht naar marktontwikkelingen. Een greep uit websites die bezocht worden:

- Zelf Googelen;
- Ondernemingen en dan vooral IR;
- Concurrenten;
- Data vendors als Bloomberg , Reuters, Gardner en Thompson;
- Kranten en vakbladen;
- Nieuwsbrieven van de AFM, DNB, Europese instellingen, advocaten, accountants etc.;
- Rating agencies als Morning Star;
- Yahoo Finance;
- Twitter en LinkedIn, zij het nog bescheiden.

Ad5) Kwartaalcijfers en jaarcijfers

Ook in de juiste volgorde wat betreft belang. Veel respondenten melden dat voor hen de kwartaalcijfers het belangrijkste zijn. Die zijn actueel, terwijl de jaarcijfers meer achteruit kijken.

“Maar ook een hele hoop mensen baseren zich gewoon puur op onze kwartaalrapportages en factsheets. We hebben hele lijsten met cijfers in Excel. Een hele hoop, ik denk de meerderheid, baseert zich daarop, en een minderheid die gebruikt ook het jaarverslag om informatie over ons bedrijf in te winnen”

Ad 6) Collega's

Voor de IR-managers zijn collega's onontbeerlijk. Zij zijn noodzakelijk voor de input van bedrijfsresultaat en -beleid. Het gaat dan om CEO, CFO maar ook business unitdirecteuren, corporate control, legal en compliance.

“We zijn eigenlijk de hele tijd bezig om informatie uit het bedrijf te halen en goed te presenteren naar de buitenwereld, maar wat men ook heel erg waardeert in de organisatie als we het net ophalen in de buitenwereld en dat weer naar binnen brengen. Soort van gunst naar mensen die ons de hele tijd helpen. Het is een beetje een wisselwerking.”

Maar voor alle respondenten geldt eigenlijk: een groot deel van de informatiebronnen komt uit de organisatie. Compliance officers, fondsbeheerders, analisten en handelaren hebben allemaal behoefte aan info van collega's.

“Waar gaan we naartoe? En wat betekent dat voor de dagelijkse praktijk?... Dus daar heb ik veel input nodig. Daartegenover zet compliance dan ontwikkelingen in wet- en regelgeving om te kijken als we wat gaan doen, wat we daarvoor moeten inrichten... Compliance heeft vrij veel interactie met businessactiviteiten en ook met businessontwikkelingen naar de toekomst.”

Ad7) Persberichten koersgevoelige informatie

Het gaat hier met name om de persberichten van beursgenoteerde ondernemingen. Als we respondenten vroegen of ze het Register KGI kenden, kenden ze het vaak niet. Maar lieten we een printsheet zien van het register, dan was vaak de reactie: oh, register van persberichten! De meeste respondenten lezen de persberichten via media als Bloomberg.

“Ik heb een BlackBerry en daarop check ik de persberichten, 's avonds al.”

Ad 8) Wet- en regelgeving

Algemene benaming voor diverse wet- en regelgeving die respondenten halen uit bronnen van de AFM, DNB, Europese instellingen en advocaten. Het zijn met name de compliance officers die deze bron erg belangrijk vinden. Zij worden namens hun organisatie geacht om wet- en regelgeving te volgen en de implicaties ervan intern te verspreiden.

“Basically is het eigenlijk, wij moeten ervoor zorgen dat X aan de financiële wet- en regelgeving voldoet, de businesswet- en regelgeving, en die op een zodanige manier omzetten en vertalen naar de businesspraktijk dat je er mee kunt werken, dat je er ook aan voldoet. Dat is de kernbezigheid. Dus omzetten van wetten en regels in processen en procedures.”

Ad 9) Management van bedrijven

Vooraf van belang voor de analisten, fondsbeheerders en data vendors om meetings mee te hebben dan wel interviews van te lezen. Het management is het uithangbord van de beursgenoteerde ondernemingen. Wie zij zijn, wat ze denken en doen en willen bereiken is erg belangrijk voor deze groep respondenten. Analisten en fondsbeheerders baseren hier mede hun koop- dan wel verkoopbeslissing op.

Voor de IR-managers is het management hun belangrijkste interne informatiebron. Ze gaan ook met het management op kwartaalroadshows. Voor fondsbeheerders is het belangrijk om feeling te houden met de ondernemingen waarin ze beleggen. Het management spreken is hierbij essentieel. Dat kan in groepsbijeenkomsten, maar ook een-op-een.

“De namen waarin we beleggen zien we zeker 2 tot 4 keer per jaar. Dan zie je wel wie er langskomt of wij zien hen op een conferentie. Bij voorkeur zien we de CEO of CFO.”

Ad 10) Aandeelhouders

Deze groep is erg belangrijk voor IR-managers. Zij willen weten wie er in de onderneming beleggen. Grote aandeelhouders krijgen vaak een special treatment.

“Die aandeelhouders classificeren we van platinum, gold, silver, brons, ook als we een verzoek krijgen van investeerder, want je krijgt heel veel verzoeken om management te zien... als het een platinum of gold is, mogen zij de CFO/CEO zien, terwijl ook een brons of een lagere ... ze ook mogen zien maar dan proberen we ze in een groepmeeting te stoppen bijvoorbeeld.”

Verder zijn analisten en fondsbeheerders zeer geïnteresseerd in de substantiële belangen in ondernemingen. Wie zijn die aandeelhouders en waarom beleggen ze in die onderneming.

Ad 11) Concurrenten

De concurrentie is voor menig respondent een belangrijke informatiebron. Wat doet de concurrent en hoe doet hij het?

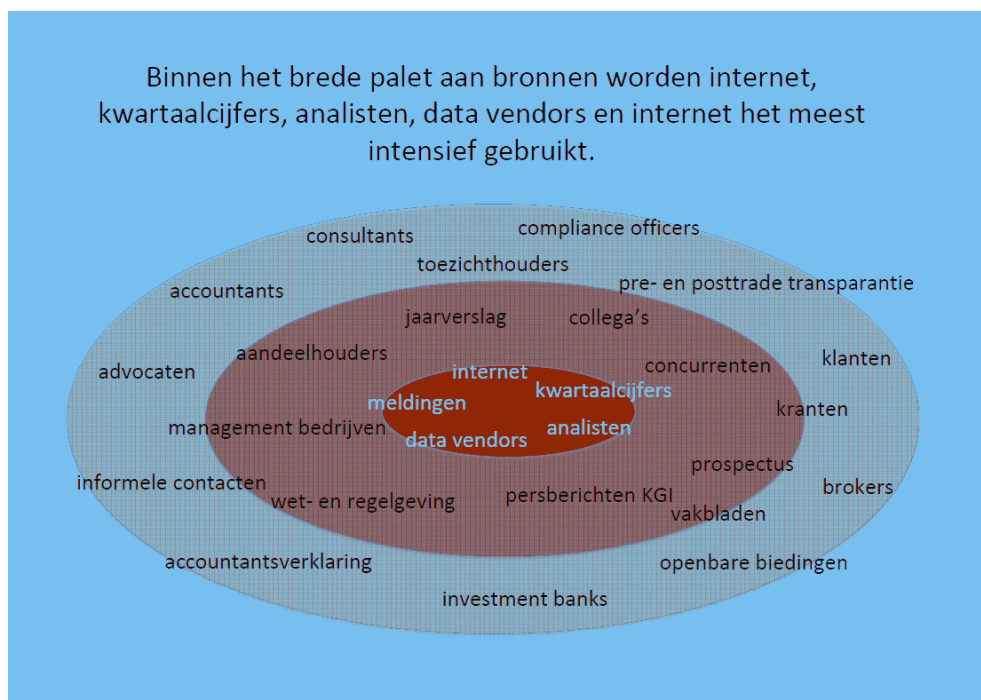
“En ik heb een goede ingang bij concurrenten en hun compliance officers. Dan kun je wel informeel vragen: waar ligt de lat ongeveer? Waar letten ze op? Dat kun je dan weer terugvertalen naar je eigen organisatie. Behoorlijk belangrijk, omdat het met name enorm snel ontwikkelt en er heel veel interpretaties gegeven worden, om goed je blik naar buiten te richten.”

Ad 12) Het prospectus

Iedere respondent kent het prospectus. Een klein aantal daarvan gebruikt hem ook echt of is betrokken bij het opstellen ervan.

“Dat hangt ervan af wat ik zoek... de waarderingen, schuldenpositie. Het is heel verschillend...Voor mij is altijd belangrijk: hoe zit de markt in elkaar? Dus concurrenten, waarom. En zeker bij een bedrijf dat ik niet goed ken... De marges die dan worden gehaald. Het is maar net wat voor doel ik heb om een ander zijn prospectus te lezen.”

2.2 Positie van onder toezicht staande informatiebronnen



Binnen het totale palet aan informatiebronnen dat ons tijdens de interviews is gemeld, nemen de zeven onder toezicht staande bronnen een bescheiden plaats in. Binnen deze bronnen is wel de nodige nuancering aan te brengen. Zo staat het Register Meldingen op de tweede plaats van meest genoemde bronnen. Op de vijfde plaats komen de kwartaal-, halfjaar- en jaarcijfers. Hierbij moet aangetekend worden dat de kwartaalcijfers vaker favoriet zijn als bron dan de jaarcijfers. Vervolgens op de zevende plaats de persberichten, waarbij Register KGI soms genoemd wordt. De meeste respondenten bekijken persberichten op Bloomberg of Reuters. Het prospectus staat nog net op de twaalfde plaats. De accountantsverklaring (4x), Pre- en posttradetransparantie (3x) en Openbare biedingen vallen buiten de top 12.

2.3 Bijdrage toezicht aan waarde informatiebronnen

De meeste professionals zijn zich ervan bewust dat de kwaliteit van een informatiebron samenhangt met de maker ervan. Er wordt onderscheid gemaakt tussen opinies en feiten. De AFM wordt door de meeste respondenten als 100% betrouwbaar gezien, wat voor weinig andere partijen geldt.

“Ongeacht de disclaimers moeten de websites van de AFM en van Europa, die moeten gewoon 100 procent betrouwbaar zijn.”

Maar wat dit gegeven met de waarde van onder toezicht staande bronnen doet, is niet voor alle respondenten duidelijk. Een aantal respondenten geeft als reden hiervoor dat de AFM meer op de particulier dan op de professional is gericht. Weer andere respondenten zien de waarde van bronnen weliswaar toenemen, maar of dat door de AFM alleen komt, vragen ze zich af.

“Ik merk er heel weinig van. Zoals de verplichte melding van ongebruikelijke transacties door banken, het is er, maar daar merk ik niet veel van. Veel is gericht op de consument en niet op de professionele klant waar wij voor beleggen. En op basis daarvan hoef je niet aan bepalingen te voldoen en hoeven we ook bronnen niet te voeden.”

“Nee, is ook niet te zeggen. Omdat ik denk dat het nu goed gaat, dat heb ik al een paar keer gezegd. Is dat door toezicht van AFM? Ik kan daar geen voorbeeld van geven. Zoals ik al zei, men wil geen gezeik met de AFM hebben... Misschien dat iedereen zich wel door AFM, netjes aan de regels houdt.”

Wel wordt genoemd dat door toezicht informatie tijdiger wordt verstrekt en ook gestructureerder. Daar staat tegenover dat sommige respondenten er op wijzen dat toezicht ook geld kost en dat daar een kosten-batenafweging gemaakt dient te worden. En dat toezicht voor juridisering van bronnen uiteindelijk een schijnzekerheid creëert. Zonder toezicht geen goed werkende kapitaalmarkt, het zorgt voor een goed level playing field.

“Dat het een level playing field blijft, dat iedereen op tijd de juiste info krijgt, dat niet bepaalde partijen worden bevoordeeld met informatie, of dat nu intern of extern is.”

“Ja, dat is een ingewikkelde vraag, in feite niet maar tegelijkertijd als AFM er niet was geweest dan waren we niet gekomen waar we nu zijn. Het is plezierig dat je weet als marktparticipant dat al te grote uitwassen gesanctioneerd worden. Tegelijkertijd regels en regeltjes zijn een vorm van schijnzekerheid en dat moeten we ook gewoon doorlopend in ons achterhoofd houden als mensen echt rottigheid willen dan zal AFM er nooit achter komen, of niks aan kunnen doen.”

2.4 Toetsingscriteria

Wat weegt het zwaarst bij een informatiebron? Begrijpelijkheid, tijdigheid, volledigheid, juistheid, consistentie of is er geen voorkeur? Professionals vinden tijdigheid het meest van belang. Het is belangrijk dat de markt zo snel mogelijk op de hoogte is van wat er speelt en dat iedereen dat ook te horen krijgt.

“Dat als er iets met een bedrijf gebeurt, dat dat zo snel mogelijk naar buiten moet. Zeker met koersgevoelige informatie, anders bestaat de kans dat mensen er intern iets mee gaan doen of dat het gaat lekken. Tijdig is denk ik het belangrijkste zodat je de markten zo snel mogelijk op de hoogte brengt van wat er is gebeurd.”

Vervolgens komt volledigheid. Respondenten vinden het belangrijk dat de informatiebron hen zo volledig mogelijk informeert over het hoe en wat.

“Volledig en juistheid vind ik belangrijk, maar goed dat heeft de accountant ook al jarenlang in zijn vaandels.”

Consistentie komt als nummer drie uit de bus.

“Voor mezelf is het prettig om een consistente manier van rapporteren te hebben. Wat Unilever nu doet, is bijna ieder kwartaal zijn segmentatieverhaal veranderen. Daar word ik gestoord van en dan mis je elke keer cijfers. Overzicht voor mij betekent de trendbreuken op tijd te signaleren.”

Juistheid en begrijpelijkheid komen als laatste in de ranking.

“En juistheid: het mag niet fout zijn. Maar als het op volledig slaat, vind ik het minder belangrijk. Als het juist is in de zin van goed of goede inschatting zou ik die wel belangrijk vinden.”

“Begrijpelijkheid is een hele moeilijke, dat merken we zelf hier. We schrijven notities voor een bestuur en voor een beleggingscommissie. In de laatste zitten mensen met hoge functies en veel ervaring. Een bestuur, dat kan zijn de CFO maar het kan ook een werknemersvertegenwoordiger zijn. Wij moeten dus begrijpelijk schrijven. Dat is best wel eens lastig. Wij moeten op niveau 1 schrijven om het voor een bestuur begrijpelijk te houden.”

Een aantal respondenten heeft geen mening gegeven. Er is geen uitgesproken voorkeur voor iets.

“Al die begrippen, daar kun je een nuancering in aanbrengen. Ik denk dat begrijpelijkheid belangrijk is. Volledig vind ik niet heel belangrijk, juridisch wel. Volledigheid is minder belangrijk. Dat kan zo ten koste gaan van

begrijpelijkheid. En juistheid: het mag niet fout zijn. Maar als het op volledig slaat, vind ik het minder belangrijk. Als het juist is in de zin van goed of goede inschatting zou ik die wel belangrijk vinden. Als het te laat is heeft het ook geen zin. Dus ik weet niet of alle informatie op hetzelfde moment of zo kan komen...”

Tot slot wordt door een paar respondenten het woord transparantie genoemd.

“Ik vind het allemaal dezelfde loten aan een boom, ik zou er geen onderscheid tussen maken. Het gaat allemaal om transparantie, laat zien wat je doet, welke risico’s je neemt, de kosten zijn en dan kan een ander ja of nee zeggen.”

2.5 Data vendors

De categorie data vendors verdient enige aparte aandacht in dit onderzoek. Zij spelen een belangrijke rol in de informatievoorziening op de kapitaalmarkt, want zij zijn leverancier van alle partijen die behoefte hebben aan actuele informatie. Het zijn bovenal beleggers en analisten die over deze terminals beschikken, alsmede sommige IR-managers. Die beschikken over minimaal een abonnement op een van de aanbieders, soms zelfs van alle twee. Dit is niet terminalgebonden: men kan ook op Blackberry’s of iPhones deze informatie altijd bij zich dragen..

Waar koersgevoelige informatie voor professionals een heikel thema is, nemen data vendors een enigszins ander standpunt in. Zij zien het eigenlijk vooral als hun taak om *als eerste* informatie te bieden die voor de koers van een onderliggende waarde relevant is. Hun klanten betalen hen om zorg te dragen dat ze snel worden geïnformeerd. En in hun ogen heeft het ook nooit tot problemen geleid dat zij (als eerste) koersgevoelig nieuws brengen.

Dit alles roept de vraag op welke gedragsrichtlijnen ze aan hun medewerkers opleggen. Het lijkt erop dat dit bij de ene partij wat strikter is geregeld dan de ander. Zo verbiedt de ene data vendor alle medewerkers om in individuele aandelen te handelen; bij de andere is dat wel toegestaan, mits het waarden betreft waar men in het kader van de uitoefening van de functie niets mee te maken heeft.

Een van de data vendors heeft een duidelijk beleid waar het gaat om interviews met CEO’s, CFO’s of andere relevante betrokkenen. Kort en goed komt het erop neer dat men het interview vooraf nooit laat goedkeuren door de betrokkene. Men laat het dus niet voor publicatie redigeren door derden; het is en blijft de volledige verantwoordelijkheid van de journalist en daarmee de data vendor. Men neemt op dit vlak dus zelf de verantwoording.

Het komt met enige regelmaat voor dat een individuele klant hen vraagt om exclusieve informatie over een bepaald onderwerp. Daar gaat men nooit op in omdat dit haaks staat op hun beroepsethiek. De informatie die ze naar buiten brengen, is voor alle klanten bestemd (die daarvoor betalen) en van exclusiviteit kan nooit sprake zijn. Selectieve disclosure is volstrekt uit den boze.

Beide data vendors betreuren het dat er weinig contact met de AFM is. Zij zouden het zeer op prijs stellen als er persmeetings zouden zijn. Of als men op een andere manier de mensen achter de AFM zou leren kennen. Dit kan in hun ogen ook bijdragen aan het beeld van de AFM op de markt, omdat zij er op hun beurt over zullen berichten.

Volgens een data vendor is het onmogelijk om koersgevoelige informatie tegelijkertijd ter beschikking te stellen. Er is altijd een tijdsverschil tussen de verschillende media die kunnen worden gebruikt om dergelijke informatie te verspreiden. Ook wat dit betreft zien zij het als hun taak om dit als eerste op te pikken en aan hun klanten aan te bieden. En daarmee dus – weliswaar binnen het level playing field – toch voorop te lopen.

XBRL

Een van de twee data vendors is goed bekend met XBRL. Deze zou het zeer op prijs stellen als het gebruik ervan zou worden gepropageerd door de AFM. De andere data vendor die wij ondervroegen is er persoonlijk niet bekend mee, maar juicht iedere vorm van standaardisering van informatie toe. We zien dus dat deze doelgroep een groot voorstander is van het gebruik van deze standaard voor business information.

2.6 Registers

Het Register Meldingen wordt veel geraadpleegd door respondenten, waarbij de alertfunctie met regelmaat wordt genoemd. Dit geeft aan dat de informatie op de AFM site als belangrijk, betrouwbaar en ook tijdig gezien wordt. Men is zeer te spreken over de informatie in dit register en het wordt meegenomen in het proces van beleggingsbesluiten en –adviezen.

Dit in tegenstelling tot persberichten met koersgevoelige informatie, waarvoor men veelal *niet* in het betreffende Register KGI kijkt. Hoewel persberichten erg belangrijk zijn en dagelijks gevolgd worden, vindt men blijkbaar niet dat AFM hiervoor de beste en snelste bron is. Er wordt voor deze informatie vooral naar Bloomberg of Reuters gekeken, terwijl ook websites of alert services van bedrijven zelf persberichten bieden. De overige registers worden niet of nauwelijks bekeken. Zo maakt welbeschouwd vrijwel niemand van de ondervraagden van het register Jaarverslagen gebruik.

3 De Effectiviteit van het toezicht

3.1 Beeld van de AFM

Voordat we ingaan op de gepercipieerde effectiviteit van het toezicht, stellen we eerst vast welk beeld de kapitaalmarkt van de AFM heeft. Dat beeld kan mede bepaald worden door persoonlijk contact. Een aantal doelgroepen spreken zelden tot nooit een medewerker van de AFM: analisten, professionele beleggers en data vendors. Deze laatste categorie lijkt de enige te zijn die dit als een gemis voelt. Er staat tegenover dat effectenhandelaren, IR-managers en belangenbehartigers zeer regelmatig een medewerker van de AFM spreken. Compliance managers nemen een tussenpositie in: een enkeling heeft er nooit mee gesproken, een ander spreekt de AFM minimaal één keer in de maand (al dan niet op eigen initiatief). Een van hen vindt het verrassend dat er zo weinig contact is:

“Maar ik vind het gewoon een raar iets dat wij als vermogensbeheerder met een beheerd vermogen van X miljard euro, dat ze niet een keer langskomen om te kijken hoe het met ons gaat.”

Professionals op de kapitaalmarkt hebben een uiteenlopend beeld van de AFM. Analisten en beleggers – die dus weinig contact hebben – zien de AFM als een ‘waakhond’ die (ook) zorgt voor de ‘bescherming van consumenten’. De toezichthouder heeft in hun ogen wel erg veel op zijn bord liggen. Met enige regelmaat wijst men erop dat de organisatie te weinig handjes heeft voor de vele taken. Ook zien sommigen de AFM als ‘licht bureaucratisch’ of ‘formalistisch’, ‘stroperig’. Al levert dit geen overwegend negatief imago op:

“Toch wel een beetje bureaucratisch, wat je ook zou verwachten bij een overheidsorganisatie. Maar tegelijkertijd toch ook wel welwillend. Ik ben een keer goed de dialoog aangegaan en ze kunnen dan wel wat meebewegen.”

“Ik heb het idee dat ze in ieder geval positief en meewerkend willen nadenken. Ik heb het gevoel dat ze er zijn om ons te helpen.”

Verder bestaat het beeld van ‘een snel groeiende organisatie die zoekende is’. Men heeft de indruk van een grote organisatie, waarvan medewerkers een meer theoretische dan praktische kennis hebben van de kapitaalmarkt. Dit leidt onder meer tot de volgende verzuchting:

“De omvang van de organisatie baart mij wel zorgen: dat neigt naar controleren op de letter en toezicht houden op de letter, terwijl uit het oog verloren wordt wat nou eigenlijk het belang is dat je dient.”

“We zitten hier om geld te verdienen en we hebben met professionele partijen te maken en dan denk ik wel eens dat de regelgeving van de AFM heel pietluttig is.”

Een ander ziet het als een tekortkoming in de communicatie van de AFM:

“Het is heel knap wat er wordt gedaan, maar er moet een bepaalde communicatieslag plaatsvinden. De geschoolde leek moet begrijpen wat de AFM heeft gedaan. Geen geneuzel, maar dat er goed werk is gedaan. Het komt wel eens voor dat de AFM in het jaarverslag niet kan zien waar het adres van een organisatie staat en daarover vragen stelt. Dan denk ik: sorry hoor, is dit nou het niveau? De AFM moet duidelijk maken dat er hoogwaardige vragen zijn gesteld en een hoogwaardige discussie heeft plaatsgevonden met degene die onder toezicht zijn gesteld.”

Een effectenhandelaar associeert de AFM met een McKinsey-filosofie die zou uitgaan van een droombeeld van een bedrijf. Hij zou liever zien dat er veel meer mensen bij de AFM werkten die ‘in de klei’ hebben gestaan, zoals ex-bankiers.

Dit alles mag niet verhullen dat velen de AFM waarderen, ook omdat de toezichthouder als ‘scheidsrechter’ optreedt. Hier en daar merkt men dat contacten beter gaan lopen. Vanuit belangenbehartigers is waardering voor de AFM. Sommigen die regelmatig contact hebben, vergelijken de AFM ook wel met de meer dan honderd jaar oude DNB, wat zou verklaren waarom bij de AFM een aantal zaken nog niet soepel zouden lopen.

Zichtbaarheid AFM

Over de zichtbaarheid van de AFM lopen de meningen uiteen. Het lijkt erop dat circa de helft de zichtbaarheid afdoende vindt, maar dit wordt mede beïnvloed door de zichtbaarheid op de retailmarkt: ‘dat blijkt wel uit de krantenkoppen’. En het betekent nog niet dat men er tevreden over is:

“Ja [ze zijn zichtbaar], maar op de momenten dat ze er echt moeten zijn niet, worden de juiste mensen niet gepakt.”

“Ik denk dat ik ook wel kan spreken voor collega fundmanagers bij andere organisaties: de AFM leeft niet echt bij ons. Ik denk dat dat wel het geval is bij de risk managers en compliance managers.”

Per saldo lijkt de zichtbaarheid op de kapitaalmarkt dus te kort te schieten. Voor een enkeling is dat geen probleem:

“Ik denk eigenlijk dat het juist een organisatie moet zijn die, zoals een scheidsrechter, het liefst op de achtergrond blijft. Een goede wedstrijd heb je gefloten als de scheidsrechter niet opvalt.”

Zeer weinig professionals weten dat de AFM jaarlijks een Activity Report uitbrengt. En als ze het al weten, nemen ze veelal niet de moeite om het in te zien. Dat hoeft niet altijd pure desinteresse te zijn. Het is wel het resultaat van een afweging: de prioriteiten liggen elders.

Hoe het ook zij: per saldo lijkt een grotere zichtbaarheid wenselijk. Dit zal vooral aanslaan als het op een persoonlijke wijze gebeurt.

3.2 Transparantie over bijdrage AFM

In grote lijnen is het professionals duidelijk wat het toezicht van de AFM op de kapitaalmarkt inhoudt, waarbij het creëren van een *level playing field* als algemeen herkende noemer mag worden beschouwd. Specifieker schrijven professionals de volgende taken toe aan de AFM:

- KGI/marktmisbruik;
- pre-en posttradetransparantie (veelal aangeduid als koersbewegingen);
- meldingen van belangen;
- prospectussen;
- jaarverslagen.

Belangenbehartigers en compliance managers lijken nog het beste op de hoogte te zijn van de toezichttaken, terwijl aan de andere kant van het spectrum data vendors wat vaker in het duister tasten over wat de AFM zoal doet.

Hoewel men in grote lijnen een vrij betrouwbaar beeld heeft van de taken van de AFM weet men veelal niet wat dit in de praktijk concreet inhoudt. Het gebrek aan inzicht is voor velen geen probleem, omdat ze erop vertrouwen dat het allemaal wel goed zit. Bij anderen brengt het evenwel enige frustratie teweeg. Vooral op het gebied van pre- en posttradetransparantie heeft men geen idee wat de AFM precies doet en al helemaal niet wat dat oplevert. De frustratie wordt nog eens extra vergroot als men door de AFM verzocht wordt informatie te leveren rond een bepaald koerspatroon om er vervolgens nooit meer iets van te horen. En zoals we in een vorig hoofdstuk al zagen, vragen velen zich af wat het toezicht van de AFM op jaarverslagen nu eigenlijk betekent.

Een aantal professionals vindt dat er te veel toezichthouders zijn en mede daardoor kunnen ze niet meer onderscheiden wie nu waarvoor verantwoordelijk is. Soms dicht men de AFM taken toe die niet aan haar toebehoren, zoals het toezicht op de DSI. En zelfs een ouwe rot onder de beleggingsanalisten stelt voor:

“Ik vind: Spyker mag gewoon niet op de beurs staan. Ajax mag niet op de beurs staan. Dan moet de AFM zeggen: ‘Weg ermee’”.

Sommigen verlangen pre-clearance van de AFM. Ze snappen waarom de AFM daar niet aan wenst te voldoen, maar dat maakt het niet gemakkelijker te verteren. Een belangenbehartiger wijst erop dat toezichthouders in de VS en het VK dit wel doen. Een handelaar drukt het als volgt uit:

“... maar een bindende uitspraak krijg je niet, bijvoorbeeld wetsinterpretatie. Natuurlijk gaan ze je een eind op weg helpen, maar je krijgt geen bindende uitspraak, “en als het te ingewikkeld wordt, ga je maar je eigen advocaat inschakelen, want wij zijn natuurlijk niet jouw adviseur.””

3.3 Juist inzicht in toezicht AFM

We zagen hierboven al dat professionals *in grote lijnen* een goed beeld hebben van de toezichttaken van de AFM, maar niet weten hoe die taken concreet worden uitgevoerd. Als gevolg hiervan vraagt menigeen zich af wat de effectiviteit van sommige toezichttaken is. Er zijn drie terreinen waarop men de effectiviteit specifiek in twijfel trekt: het jaarverslag, de accountantsverklaring en pre-/posttradetransparantie.

Aangaande het jaarverslag en de accountantsverklaring kunnen we kort zijn. We zagen hierboven al dat het toezicht op de accountantsverklaring vrijwel onbekend is en dat het toezicht op jaarverslagen vragen oproept. Immers: dat jaarverslag wordt toch al door de accountant gecontroleerd? Er zijn ook geen situaties bekend van jaarverslagen die dankzij de AFM op een grotere hoogte zijn gebracht. Uitgevende instellingen die hun jaarverslagen aanpassen, zijn er evenmin van overtuigd dat er een wezenlijke bijdrage wordt geleverd. Discussies over waarderingsgrondslagen lijken soms meer filosofisch van aard. De effectiviteit van deze twee toezichttaken wordt dan ook nauwelijks ingezien. Een respondent voegt daaraan toe:

“er moet geen tweede staatsaccountant komen, overigens op kosten van degene die onder toezicht staat, dus de onderneming betaalt zelf.”

De effectiviteit van het toezicht op het gebied van pre- en posttradetransparantie wordt in nog sterkere mate betwijfeld. De kapitaalmarkt vraagt zich af of het wel goed mogelijk is om misbruik goed te monitoren. En als ze dat al kunnen of ze in staat zijn er wat aan te doen:

“AFM heeft veel personeel maar kan als het erop aankomt niet kordaat handelen op bijvoorbeeld voorkennis.”

Ook hierbij wrekt zich dat de AFM haar onderzoeken niet publiek mag maken, waardoor de kapitaalmarkt altijd in het duister blijft tasten wat het effect is van het toezicht. Dit is in nog sterkere mate het geval, zoals hierboven al beschreven, wanneer men zelf vragen van de AFM heeft moeten beantwoorden. Als daar vervolgens alleen maar een radiostilte op volgt, versterkt dit het idee dat het allemaal weinig oplevert.

Alleen wanneer vervolging plaatsvindt – en dat is pas jaren later – komt het in de publiciteit. Dan zijn geïnteresseerde professionals al lang overgegaan tot de orde van de dag.

De effectiviteit van de overige toezichttaken trekt men veel minder vaak in twijfel. Eigenlijk ziet iedereen wel in dat de informatievoorziening op de kapitaalmarkt verbeterd is, al zal niet iedereen direct het verband leggen met het toezicht van de AFM. Wat dat betreft heeft internet op de kapitaalmarkt ook veel teweeg gebracht. Het gelijktijdig over informatie kunnen beschikken is nu in ieder geval veel beter dan vroeger (al betreuren sommigen dat het daardoor ook moeilijker is om een voorsprong te hebben op concurrenten). Een enkeling ziet ook een nadeel in internet:

“De kwaliteit van informatie is verslechterd door internet. Iedereen die roept maar wat en er staan allemaal verhaaltjes die half ergens op gebaseerd zijn, die door iedereen te pas en te onpas worden aangehaald.”

In ieder geval ziet men wel dat bedrijven veel beter de kapitaalmarkt zijn gaan informeren. Misbruik van voorwetenschap komt eigenlijk nauwelijks meer voor. De rol van de AFM daarbij is duidelijk:

“Op het moment dat je weet dat er controle is en ook de rotte appels eruit worden gehaald, dan heeft dat een zuiverende werking op de markt. Dus dat is alleen maar positief.”

“Iedereen weet dat er iemand meekijkt, dat is heel belangrijk. Het is net als dat je geen politie zou hebben maar wel wetten. Je hebt net wat meer zekerheid.”

Iedereen is dus goed te spreken over de kwaliteitsslag die er heeft plaatsgevonden. Als er geen AFM meer zou bestaan, dan verwacht menig een dan ook een sterke achteruitgang naar de ‘cowboy wereld’ of ‘jungle’ die de kapitaalmarkt vroeger was. Al zegt een enkele IR-manager dat het voor hem niet zou uitmaken, omdat zijn bedrijf zich sowieso moet committeren aan een goede verslaggeving aan de markt. Ook een van de ondervraagde compliance managers – die zich ergert aan het volume van wetten en regels – vindt dat professionals ook zonder toezicht hun werk goed kunnen doen.

Sommigen zouden graag zien dat de AFM meer macht krijgt en eerder preventief dan repressief optreedt:

“Ik houd van toezichthouders die HARD toezicht houden. Zachte heemeesters maken stinkende wonden.”

Zijn er ook pockets op de kapitaalmarkt waar het toezicht tekortschiet? Ja, die zijn er in de ogen van professionals, waarbij zij met name wijzen in de richting van de verschillende handelsplatformen en dark pools die er zijn. Die ontnemen hen het zicht en ze vragen zich af wat daar gebeurt, omdat bijvoorbeeld volumes niet goed zichtbaar zijn.

Een enkele respondent denkt zelfs zeker te weten dat het af en toe niet klopt omdat hij meldingen in het register niet kan terugzien in gerapporteerde volumes.

In algemene zin heeft menig professional het gevoel dat er wat meer naar de handel gekeken mag worden. In minder sterke mate worden voorts obligaties en OTC genoemd; op de derivatenmarkt ontbreekt het aan centrale clearing en op de grondstoffenmarkt zouden soms dubieuze partijen opereren.

Een terugkerende ergernis is de geruchtenstroom die soms door dubieuze partijen op gang wordt gebracht. Het zou de markt een lief ding waard zijn als de AFM daar eens achteraan kon gaan. Een klein aantal professionals wijst op de positie van investment banks, waar voor hun gevoel geen sprake is van chinese walls tussen research en het belang van de bank. In prospectussen bijvoorbeeld zou de AFM mogen afdwingen dat daarop wordt gewezen.

3.4 Bijdrage aan kwaliteit

Eigenlijk is iedereen het er wel over eens dat de kwaliteit van de informatie op de kapitaalmarkt verhoogd is door het toezicht, al legt men ook wat dit betreft het verband met het online kunnen beschikken over veel meer informatie dan voorheen. Specifiek verwijst men daarbij naar jaarrekeningen, prospectussen, het melden van belangen wat allemaal veel beter is dan jaren geleden. Men ziet ook dat ondernemingen zich beter gaan gedragen, de markt veel beter informeren dan voorheen.

“Toch het betrouwbaarheidskeurmerk, simpel gezegd. En dat het in principe vrijwel allemaal op dezelfde manier moet worden gemeld, waardoor je vergelijkbaarheid hebt. Dat is het belangrijkste wat mij betreft.”

Mede door het toezicht weten marktpartijen dat ze nooit de schijn tegen zich moeten krijgen. Anders dan tien jaar geleden kunnen ze het niet meer maken om informatie achter te houden of op een andere wijze te presenteren. En dat is een flinke winst.

Een belangenbehartiger is van mening dat de kwaliteit verhoogd is en weet zich gesterkt in zijn opvatting door het onderzoek dat de Universiteit van Tilburg heeft uitgevoerd over TFV:

“De kwaliteit van de informatie is toegenomen, sinds het moment dat de AFM toezicht op de financiële verslaggeving had (...). Dus lof voor de AFM, objectief gemeten.”

Sommigen plaatsen in de kantlijn wel een opmerking bij de verhoogde kwaliteit, want die is niet zonder een prijs. Er is heel veel tijd en energie in gestoken om zover te komen en men vraagt zich wel eens af of het niet een tandje minder kan.

“Ik denk dat er nu wel veel meer informatie is en als je het puur over kwaliteit hebt, denk ik dat er veel verbeterd is. Ik denk dat er wel regelgeving voor nodig is

om dat af te dwingen, want dat gaan mensen ook niet uit zichzelf doen. Kwaliteit is verbeterd, maar er is wel enorm veel geld uitgegeven om het te verbeteren.”

“In onze jaarrekening zijn acht of negen pagina’s gewijd aan pensioenen. Als dan de gemiddelde commissaris en lid van de auditcommissie niet begrijpt wat er staat, dan denk ik, we zijn veel te ver doorgeschoten.”

Toch blijft men sterk op het eigen beoordelingsvermogen vertrouwen:

“Als belegger moet je gezond cynisch zijn. We zitten allemaal vrij lang in het vak en je weet dat investment banks nog steeds preken voor eigen parochie.”

4 Conclusies

4.1 Conclusies

“Waar doen we het allemaal voor?” Samengevat was dit de vraag van de AFM die ten grondslag lag aan dit onderzoek. Op die vraag kunnen we een klip en klaar antwoord geven: professionals waarderen de rol van de AFM op de kapitaalmarkt. Of men de toezichthouder nu ziet als scheidsrechter of als politieagent, men is het er vrijwel unaniem over eens dat er toezicht nodig is en dat dit de kapitaalmarkt ten goede komt. De belangrijkste conclusies zetten we hier op een rij:

- **Bekendheid taken AFM.** De kapitaalmarkt weet in grote lijnen wat de toezichttaken zijn van de AFM. Men ziet de toezichthouder als een partij die zorgt voor een level playing field: het handhaven van transparantie op de kapitaalmarkt zodat particulieren en professionals vertrouwen behouden. En dit is een flinke vooruitgang ten opzichte van een jaar of tien geleden. Niemand wil terug naar de ‘jungle’ van toen. Iedereen ziet in dat de kapitaalmarkt een toezichthouder nodig heeft. Deze wereld kan niet zonder een ‘politieman’. Professionals op de kapitaalmarkt weten grosso modo dat de AFM toezicht houdt op koersgevoelige informatie, opmerkelijke koersbewegingen, meldingen, prospectussen en jaarverslagen. Van het toezicht op accountantsverklaringen en openbare biedingen is men minder goed op de hoogte, ook omdat men er niet altijd zelf mee te maken heeft.
- **Zicht op werkzaamheden AFM ontbreekt.** Weliswaar weet men in grote lijnen wat de AFM doet, maar het zicht ontbreekt op de concrete aanpak ervan. Dit wekt de indruk dat het niet altijd effect heeft. In het bijzonder betreft dit het toezicht op de pre- en posttradetransparantie. Omdat de AFM hierover niet mag rapporteren, verkeert men in de veronderstelling dat de toezichthouder veel ontgaat en/of machteloos is om in te grijpen. De incidentele situaties waarin strafrechtelijke vervolging plaatsvindt zijn te geïsoleerd van aard om wat dit betreft enig indruk te maken. Welbeschouwd geldt hetzelfde voor het toezicht op jaarverslagen: omdat men niet weet wanneer partijen erop worden aangesproken, denkt men dat dit toezicht eigenlijk overbodig is. Wat overigens haaks staat op de constatering dat men de kwaliteit van financiële verslaggeving hoger vindt dan jaren geleden.
- **Kwaliteit informatie op kapitaalmarkt.** De kwaliteit van de informatie is op de kapitaalmarkt aanzienlijk verbeterd. Weliswaar is de AFM niet de enige partij die hieraan heeft bijgedragen, want in algemene zin heeft de ontwikkeling van internet hier ook toe bijgedragen. Menig professional ziet dat dankzij de inspanningen van de AFM de financiële berichtgeving van bedrijven aanzienlijk verbeterd is. Partijen kunnen het zich niet meer permitteren om met de markt een loopje te nemen.

- **Het Register Meldingen wordt veel geraadpleegd**, waarbij de alertfunctie met regelmaat wordt genoemd. Dit geeft aan dat deze informatie op de AFM site als belangrijk, betrouwbaar en ook tijdig gezien wordt. Men is zeer te spreken over de informatie in dit register en het wordt meegenomen in het proces van beleggingsbesluiten en –adviezen. Dit in tegenstelling tot persberichten met koersgevoelige informatie, waarvoor men veelal *niet* in het betreffende Register KGI kijkt. Hoewel persberichten erg belangrijk zijn en dagelijks gevolgd worden, vindt men blijkbaar niet dat AFM hiervoor de beste en snelste bron is en haalt men deze informatie elders vandaan (data vendors of persberichten die men rechtstreeks van ondernemingen ontvangt).
- **AFM weinig zichtbaar in de markt.** De zichtbaarheid van de AFM laat volgens veel professionals enigszins te wensen over. Dit wordt nog eens versterkt door het feit dat menigeen de AFM vooral beschouwt als een toezichthouder voor de retailmarkt. Het ‘consumentenimago’ staat de AFM te meer in de weg omdat sommige professionals mede hierdoor het kennis- en ervaringsniveau van medewerkers laag inschatten. Weliswaar herkennen sommigen dat dit niveau stijgt, maar het is nog niet voor iedereen op het gewenste niveau. En het zijn vooral de medewerkers van de AFM die het beeld van de organisatie bij kunnen sturen. Dat kan met name ook in persoonlijke contacten, waar deze markt sterk behoefte aan heeft. Het kan de scherpe kantjes afhalen van het formalistische beeld dat er in de markt van de AFM bestaat. De zichtbaarheid wordt tot slot beperkt doordat het toezicht van de AFM zich beperkt tot Nederland, terwijl veel zaken in andere landen worden gedaan (V.K. en V.S.) waar andere toezichthouders aanwezig zijn.
- **Nut en noodzaak AFM toezicht.** Op sommige terreinen vindt men dat de macht van de AFM te groot is. Op andere terreinen ziet men het nut van toezicht niet in. Zo wordt het toezicht op jaarverslagen door een aantal respondenten als overbodig beschouwd. Daar staat tegenover dat op andere terreinen de roep wordt gehoord om een AFM die nog scherper, nog harder op mag treden. Men stoort zich nog steeds aan (vermeende) misstanden die voorkomen en die binnen de huidige wetgeving nog steeds mogelijk zijn. Omdat men niet altijd weet waar de bevoegdheden van de AFM ophouden, komt het ook wel voor dat men de AFM verwijt tekort te schieten.
- **Gevaar van schijnzekerheid.** Groeiende regelgeving leidt tot de verzuchting dat er juridisering en ‘Amerikanisering’ plaatsvindt. Het brengt bovendien een schijnzekerheid met zich mee. Er zijn immers nog teveel incidenten die ondanks die regelgeving nog steeds voorkomen. Een roep om meer regels of bevoegdheden wordt dan ook niet ondersteund (maar dus wel om harder optreden).
- **Harder optreden.** Vrijwel iedereen is van mening dat de AFM niet meer bevoegdheden nodig heeft. Wel zou men graag zien dat de AFM haar

bevoegdheden nog beter uitnut en harder op kan treden, bijvoorbeeld bij het aanpakken van marktmisbruik, want in de perceptie valt daar nog wel het een en ander te halen.

- **Te weinig toezicht.** Sommige respondenten kunnen het niet rijmen dat er enerzijds een uitermate streng toezicht is op de aandelenmarkt, maar anderzijds vrijwel geen toezicht op de obligatiemarkt. Ook op de handelsplatforms (anders dan Euronext) de dark pools, de OTC-markt, grondstoffen- en derivatenmarkt zou men meer toezicht willen hebben dan thans het geval is. Een terugkerende ergernis is de geruchtenstroom die soms door dubieuze partijen op gang wordt gebracht. Het zou de markt een lief ding waard zijn als de AFM daar eens achteraan kon gaan.
- **Tone of voice nog steeds een aandachtspunt.** Met enige regelmaat klaagt men over de tone of voice van de AFM. Dat kan in de briefwisseling zijn, maar ook bij telefonisch contact. Weliswaar ziet een enkeling verbetering op dit vlak, maar het imago van de AFM is op dit punt tamelijk hardnekkig. We moeten hierbij niet onderschatten dat deze professionals elkaar in het wereldje spreken en ook ervaringen op dit vlak uitwisselen. Het effect ervan is dat sommigen a priori de hakken in het zand steken, en daar is niemand bij gebaat.
- **Overwegend passieve omgang met vermoedens van marktmisbruik.** Menig belegger en analist heeft wel eens een sterk vermoeden van marktmisbruik, bijvoorbeeld bij koersbewegingen, geruchten of andere situaties. Het valt op dat lang niet iedereen overweegt zoiets te melden. Ondanks dat men zich eraan stoort, gaat men vervolgens weer over tot de orde van de dag. Men voelt zich niet geroepen om er tijd en energie in te steken. Ze zien het niet als hun taak om dit te doen. Een effectenhandelaar wijst erop dat het soms ook samenhangt met klanten die men bedient en die men liever niet kwijtraakt (commercieel belang), te meer omdat het om vermoedens gaat en niet om keiharde bewijzen. En dan erbij: hoe vaak gebeurt het niet dat de AFM ergens achteraan gaat, maar dat het uiteindelijk niets oplevert? Dus hoe groot is de kans dat het wat oplevert en waarom zou je het dan melden? Men is ook minder bereid mee te werken omdat je a priori al als boef wordt beschouwd. Ook hierbij wreekt zich dat de AFM haar onderzoeken niet publiek mag maken, waardoor de kapitaalmarkt altijd in het duister blijft tasten wat het effect is van het toezicht. Dit is nog in sterkere mate het geval, wanneer men zelf vragen van de AFM heeft moeten beantwoorden. Als daar vervolgens alleen maar radiostilte op volgt, versterkt dit het idee dat het allemaal weinig oplevert. Een en ander kan mede verklaren waarom de AFM vanuit de kapitaalmarkt weinig spontane meldingen van marktmisbruik ontvangt.
- **Specifieke rol van data vendors.** Data vendors spelen een aparte rol op de kapitaalmarkt. Waar anderen bedachtzaam om moeten gaan met

koersgevoelige informatie, beschouwen zij het juist als een van hun belangrijkste taken om informatie die relevant kan zijn voor hun gebruikers zo snel mogelijk te verspreiden. Ze worden dan ook vaak als bron door respondenten genoemd. Data vendors hebben op dit vlak naar eigen zeggen ook nooit problemen veroorzaakt. Voor de goede orde: het betreft altijd marktbrede informatievoorziening, want selectieve disclosure aan individuele klanten is voor data vendors volstrekt uit den boze.

We hebben tijdens de interviews gemerkt dat er een grote bereidheid was om aan dit onderzoek mee te werken. Velen zagen het als een goede gelegenheid om te reflecteren op de rol van AFM op de kapitaalmarkt en men was uiteraard nieuwsgierig naar wat de AFM nu wilde vaststellen. De interviews hebben daarmee voor positieve PR gezorgd. Het kwantitatieve vervolgonderzoek dat de AFM overweegt uit te voeren, zal eveneens bijdragen aan een positieve beeldvorming van de AFM.

Bijlage 1 Onderzoeksverantwoording

Het veldwerk voor dit onderzoek hebben wij uitgevoerd in de periode 19 mei - 3 augustus 2011. Gesprekken vonden plaats in de vorm van individuele diepte-interviews die ieder circa een uur in beslag namen. Daarbij is de volgende verdeling over doelgroepen gerealiseerd:

Datum interview	Institutionele/Prof. belegger	Analist	Beleggingsonderneming	Uitgevende Instelling	Belangenbehartiger	Media	Groot	Klein	Functie
19-mei		intern						x	interne analist
20-mei	x						x		fondsbeheerder
26-mei	x						x		fondsbeheerder
15-jun			x					x	fondsbeheerder
17-jun			x					x	handelaar
22-jun	x						x		fondsbeheerder
6-jul	x						x		compliance manager
7-jul					x				belangenbehartiger
7-jul		extern					x		externe analist
8-jul					x				belangenbehartiger
11-jul			x					x	fondsbeheerder
11-jul		extern						x	externe analist
13-jul		intern						x	interne analist
14-jul						x			data vendor
15-jul		extern					x		externe analist
15-jul			x				x		handelaar
18-jul	x						x		compliance manager
25-jul						x			data vendor
26-jul				x			x		investor relations manager
26-jul				x				x	investor relations manager
26-jul				x				x	investor relations manager
29-jul		intern							interne analist
2-aug			x				x		compliance manager
2-aug			x					x	compliance manager
3-aug				x			x		investor relations manager