



Beleggingsaanbevelingen

Informatie van de AFM

Publicatiedatum: 20-jul-2017

Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

De European Securities and Markets Authority ("ESMA") publiceert met enige regelmaat Q&A's ziend op de Market Abuse Regulation ("MAR"). Hoewel de AFM deze informatie op regelmatige basis in haar brochures verwerkt, kan het voorkomen dat bepaalde informatie in dit document niet actueel meer is. Voor de meest actuele stand van zaken raden wij u daarom aan tevens de ESMA website te raadplegen. Bij onduidelijkheden ten aanzien van in deze brochure opgenomen interpretaties, dient u eveneens de door ESMA gepubliceerde Q&A als uitgangspunt te hanteren.

Klik op de volgende link voor een actueel overzicht van de momenteel gepubliceerde ESMA Q&A's:

<https://www.esma.europa.eu/questions-and-answers>

In deze brochure zijn ESMA Q&A's tot en met de versie van 6 juli 2017 verwerkt.

Inhoudsopgave

Inleiding	4
1. Wat is een beleggingsaanbeveling?	6
2. Voor wie gelden verplichtingen rond beleggingsaanbevelingen?	9
2.1 Uitbrengers en verspreiders van beleggingsaanbevelingen	9
2.2 Uitzondering journalistieke doeleinden	10
3. Verplichtingen voor uitbrengers van beleggingsaanbevelingen	11
3.1 Identiteit van uitbrengers van aanbevelingen (artikel 2)	11
3.2 Objectieve presentatie van aanbevelingen (artikel 3)	11
3.3 Aanvullende verplichtingen m.b.t. objectieve presentatie van aanbevelingen (artikel 4)	12
3.4 Openbaar maken belangen of belangenverstremgeling (artikel 5)	13
3.5 Aanvullende verplichtingen m.b.t. openbaar maken belangen of belangenverstremgeling (artikel 6)	14
4. Verplichtingen voor verschillende verspreiders van aanbevelingen	17
4.1 Verplichtingen voor de verspreiding door de uitbrenger zelf (artikel 7)	17
4.2 Verplichtingen voor de verspreiding van door derden uitgebrachte aanbevelingen (artikel 8)	17
4.3 Aanvullende verplichtingen voor de verspreiding van samenvattingen of uittreksels (artikel 9)	18
4.4 Aanvullende verplichtingen voor de verspreiding van wezenlijk gewijzigde aanbevelingen (artikel 10)	18
5. Handhaving door AFM	19

Inleiding

Met deze brochure¹ geeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) nadere uitleg over de regelgeving omtrent beleggingsaanbevelingen. Deze brochure is bestemd voor iedereen die beleggingsaanbevelingen verspreidt of uitbrengt, maar ook voor de ontvangers. Deze brochure is gebaseerd op regelgeving uit de Europese Verordening Marktmisbruik² (hierna “MAR”), welke per 3 juli 2016 van toepassing is, alsmede op de gedelegeerde verordening 2016/958³ en de “ESMA Questions and Answers on the market abuse regulation”.

De regels uit MiFID II, inclusief de (provisie)regels omtrent research, zijn in dit document buiten beschouwing gelaten. Beleggingsondernemingen dienen zelf na te gaan of een bepaalde beleggingsaanbeveling kwalificeert als provisie en/of research en ze dienen bij het ontvangen of verstrekken van provisie en/of research en bij het (laten) produceren van research alle relevante MiFID II bepalingen na te leven.

Wat zijn beleggingsaanbevelingen?

Een beleggingsaanbeveling is iedere voor distributiekkanalen of het publiek bedoelde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van één of meerdere financiële instrumenten of de uitgevende instellingen.

Beleggingsaanbevelingen kunnen op verschillende manieren worden uitgebracht en in velerlei varianten voorkomen, bijvoorbeeld in analistenrapporten, columns, artikelen in magazines, op radio of televisie, kranten en opinies op internet. Beleggers zijn geneigd hun beleggingsbeslissingen (deels) te baseren op beleggingsaanbevelingen. Om te voorkomen dat beleggers worden misleid door beleggingsaanbevelingen dienen deze aanbevelingen te voldoen aan een aantal transparantie-eisen.

Wat is het doel van de regelgeving omtrent beleggingsaanbevelingen?

Uit de informatie die op basis van deze transparantie-eisen moet worden verstrekt kan de belegger opmaken wat bijvoorbeeld de status of de geloofwaardigheid is van een beleggingsaanbeveling, welke belangen de uitbrenger van de beleggingsaanbevelingen heeft, en in welke mate beleggingsaanbevelingen objectief worden gepresenteerd. Een belegger kan zo zelf bepalen hoeveel waarde hij aan de beleggingsaanbeveling wil hechten.

¹ Deze brochure is opgesteld met als doel een duidelijk beeld te geven van de regels die ten aanzien van het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen worden gesteld. Ook verwijst de brochure naar relevante (juridische) documenten en overige informatiebronnen. Deze brochure heeft een informatief doel. U kunt er geen rechten aan ontleen. U dient zich dan ook niet alleen te baseren op deze brochure. Als de tekst van de brochure afwijkt van de MAR dan prevaleert de MAR.

² Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees parlement en de raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie

³ Gedelegeerde verordening (EU) 2016/958 van de commissie van 9 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen voor de technische regelingen voor objectieve presentatie van beleggingsaanbevelingen of andere informatie waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld en ter openbaarmaking van specifieke belangen of indicaties van belangenverstremgeling.

De regelgeving behelst kortweg dat personen die beleggingsaanbevelingen verstrekken of verspreiden, of andere informatie waarin een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld, ervoor zorgen dat dergelijke informatie objectief wordt gepresenteerd en dat zij hun belangen bekendmaken of belangenverstrengeling meedelen ten aanzien van de financiële instrumenten waarop die informatie betrekking heeft.

Afhankelijk van de hoedanigheid van de uitbrenger van de beleggingsaanbeveling dient er voldaan te worden aan een bepaald transparantieregime. Deze brochure beschrijft wie aan welk regime moet voldoen in de verschillende omstandigheden.

Iedereen is vrij om te schrijven wat hij of zij wil, met uitzondering van de verspreiding van informatie waardoor onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument met inbegrip van de verspreiding van geruchten wanneer de persoon die de informatie verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was⁴. De regelgeving met betrekking tot beleggingsaanbevelingen is geen inperking van de vrijheid van meningsuiting, maar beoogt alleen meer transparantie voor de beleggers.

Wat is de rol van de AFM t.a.v. beleggingsaanbevelingen?

De AFM neemt haar taak als toezichthouder op marktmisbruik, waaronder het toezicht op beleggingsaanbevelingen, zeer serieus. Zij volgt hierbij actief gedragingen, maar ook orders en transacties van beleggers in de markt. Als bepaalde handelingen in strijd zijn met de regels, dan kan een bestuursrechtelijke of strafrechtelijke sanctie volgen. Dit wil zeggen dat de AFM in bepaalde gevallen een boete kan opleggen of aangifte kan doen bij het Openbaar Ministerie.

⁴ Informatiemanipulatie, zie artikel 12, lid 1, onder c) MAR

1. Wat is een beleggingsaanbeveling?

Definitie van een beleggingsaanbeveling

In de MAR wordt in artikel 3, eerste lid, onder 35, een beleggingsaanbeveling als volgt gedefinieerd: *‘iedere voor distributiekkanalen of het publiek bedoelde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van één of meerdere financiële instrumenten of de uitgevende instellingen, met inbegrip van iedere mening betreffende de huidige of toekomstige waarde of koers van dergelijke instrumenten.’*

Aanbevelen of voorstellen van een beleggingsstrategie

Het ‘aanbevelen of voorstellen van een beleggingsstrategie’ wordt in de MAR artikel 3, eerste lid, onder 34 omschreven als:

- i informatie voortgebracht door een onafhankelijke analist, een beleggingsonderneming, een kredietinstelling, iedere andere persoon van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van beleggingsaanbevelingen, of een in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor hen werkzame natuurlijke persoon, waarin rechtstreeks of onrechtstreeks een specifieke beleggingsaanbeveling wordt gedaan ten aanzien van een financieel instrument of een uitgevende instelling, of
- ii informatie voortgebracht door andere dan de onder i) bedoelde personen waarin rechtstreeks een specifieke beleggingsbeslissing in verband met een financieel instrument wordt aanbevolen.

Ter verduidelijking: in de definitie hierboven is het criterium onder i) ‘van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van beleggingsaanbevelingen’ dus niet van toepassing op een onafhankelijk analist, beleggingsonderneming of kredietinstelling.

Financiële instrumenten

In relatie tot beleggingsaanbevelingen wordt met ‘financiële instrumenten⁵⁶’ bedoeld:

⁵ Zoals omschreven in artikel 4, lid 1, punt 15 van Richtlijn 2014/65/EU (MiFID II) namelijk alle instrumenten genoemd in deel C van Bijlage 1. Hieronder vallen onder meer effecten (zoals [certificaten van] aandelen, obligaties en andere schuldinstrumenten); geldmarktinstrumenten; rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging; opties, futures, swaps, rentetermijncontracten en andere derivatencontracten die betrekking hebben op effecten, valuta, rentevoeten of rendementen, grondstoffen (onder bepaalde voorwaarden), emissierechten of andere afgeleide instrumenten, financiële indexen of financiële maatstaven, en die kunnen worden afgewikkeld door middel van materiële aflevering of in contanten; contracts for difference.

⁶ Verwijzingen in deze brochure naar Richtlijn 2014/65/EU (MiFID II) en Verordening (EU) nr. 600/2014 worden vóór 3 januari 2018 gelezen als verwijzingen naar Richtlijn 2004/39/EG in overeenstemming met de concordantietabel in bijlage IV bij Richtlijn 2014/65/EU voor zover de concordantietabel bepalingen bevat die verwijzen naar Richtlijn 2004/39/EG. Indien in deze brochure wordt verwezen naar OTF's, mkb-groeimarkten, emissierechten of geveilde producten die daarop zijn gebaseerd, zijn die bepalingen niet van toepassing op OTF's, mkb-groeimarkten, emissierechten of geveilde producten die daarop zijn gebaseerd tot 3 januari 2018.

- a. financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt⁷ of waarvoor toelating tot de handel op een gereguleerde markt is aangevraagd;
- b. financiële instrumenten die worden verhandeld op een MTF⁸, die zijn toegelaten tot de handel op een MTF of waarvoor toelating tot de handel op een MTF is aangevraagd;
- c. financiële instrumenten die worden verhandeld op een OTF⁹;
- d. financiële instrumenten die niet onder a), b) of c) vallen en waarvan de koers of de waarde afhankelijk is van, of van invloed is op, de koers of de waarde van een in die punten bedoeld. financieel instrument, met inbegrip van, maar niet uitsluitend, kredietverzuimswaps en financiële contracten voor verrekening van verschillen.

Of de regels met betrekking tot beleggingsaanbevelingen ook van toepassing zijn op derivaten die uitsluitend OTC (buiten de beurs¹⁰) verhandeld worden, hangt ervan af of de prijs of waarde van zo'n derivaat afhankelijk is van, of invloed heeft op, de waarde van een financieel instrument dat wél op zo'n platform wordt verhandeld. Als dat het geval is, dan zijn deze regels van toepassing. Partijen zijn daarom verantwoordelijk om zelf hun beoordeling te maken op een case by case basis of een aanbeveling over een bepaald derivaat, dat uitsluitend OTC wordt verhandeld, binnen de scope valt van het regime ten aanzien van beleggingsaanbevelingen.

Uitgevende instelling

Met „uitgevende instelling¹¹“ wordt bedoeld een privaot- of publiekrechtelijke juridische entiteit die financiële instrumenten emitteert of voorstelt te emitteren, waarbij de uitgevende instelling, in het geval van certificaten van aandelen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, de uitgevende instelling van het vertegenwoordigde financiële instrument is.

Beleggingsaanbevelingen hoeven niet alleen schriftelijk te worden uitgebracht

Wanneer gestandaardiseerde communicatie gestructureerd is en vooraf gepland is voor distributiekanaalen en wanneer het impliciet of expliciet een beleggingsstrategie aanbeveelt met betrekking tot een financieel instrument of uitgevende instelling, dan dient dit beschouwd te worden als een beleggingsaanbeveling. Een beleggingsaanbeveling hoeft niet per se schriftelijk uitgebracht te worden, maar kan ook mondeling of elektronisch worden gedaan. Om te bepalen of er sprake is van een beleggingsaanbeveling, dient men de inhoud te toetsen aan de definitie, ongeacht de naam, het label, de vorm of het medium waarmee die uiting wordt gedaan. Dit kan van geval tot geval dus verschillen.

⁷ „gereguleerde markt“: een gereguleerde markt als omschreven in artikel 4, lid 1, punt 21), van Richtlijn 2014/65/EU;

⁸ MTF of Multilateral Trading Facility“: een multilateraal systeem als omschreven in artikel 4, lid 1, punt 22), van Richtlijn 2014/65/EU;

⁹ OTF of „Organised Trading Facility“: een stelsel of faciliteit als omschreven in artikel 4, lid 1, punt 23), van Richtlijn 2014/65/EU;

¹⁰ OTC: Over The Counter, ofwel buiten een gereguleerde markt, MTF of OTF.

¹¹ Zie artikel 3, lid 1, sub 21 MAR

Expliciete aanbeveling

Met een 'expliciete aanbeveling' wordt hetzelfde bedoeld als rechtstreeks een beleggingsaanbeveling doen of direct aanbevelen en beslaat het gebruik van de termen 'kopen', 'aanhouden' of 'verkopen' of een gelijkwaardige formulering¹². Hiermee wordt bedoeld op situaties waarbij de belegger de aanbeveling interpreteert als een advies om te kopen, aan te houden of te verkopen. Met een 'impliciete aanbeveling' wordt hetzelfde bedoeld als middellijk een beleggingsaanbeveling doen of indirect aanbevelen en beslaat bijvoorbeeld een verwijzing naar een koersdoel, 'fair value', over- of onderwaardering of anderszins. Het bevat dus een uitspraak over de waardering van de betreffende financiële instrumenten.

Indien het gaat om louter feitelijke informatie over een of meer financiële instrumenten of uitgevende instellingen, dan is er geen sprake van een beleggingsaanbeveling, tenzij er expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld. Feitelijke informatie bevat in dit verband bijvoorbeeld recente gebeurtenissen of nieuws met betrekking tot een of meer financiële instrumenten of uitgevende instellingen.

Aanbeveling over meerdere uitgevende instellingen of instrumenten

Indien een beleggingsaanbeveling betrekking heeft op meerdere uitgevende instellingen of meerdere financiële instrumenten, bijvoorbeeld in het geval van sector research, dan zijn de regels van toepassing op elke uitgevende instelling of elk financieel instrument dat onderwerp is van de aanbeveling. Indien een beleggingsaanbeveling betrekking heeft op een derivaat op een index van financiële instrumenten, dan moet dit derivaat beschouwd worden als het financieel instrument waarop de verplichtingen rond beleggingsaanbevelingen betrekking hebben, en gelden die verplichtingen niet voor de onderliggende instrumenten waaruit die index is opgebouwd.

Communicatie die alleen betrekking heeft op bijvoorbeeld actuele wisselkoersen, sectoren, rentetarieven of macro-economische variabelen en die niet refereert aan een financieel instrument of uitgevende instelling kan in sommige gevallen toch als een beleggingsaanbeveling worden beschouwd. Dit is bijvoorbeeld het geval als het gaat om een mening, waaruit een belegger kan afleiden dat het gaat om een beleggingsaanbeveling, zoals een aanbeveling over een bepaalde sector, die bestaat uit slechts een zeer beperkt aantal uitgevende instellingen.

¹² Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 6, lid 3.

2. Voor wie gelden verplichtingen rond beleggingsaanbevelingen?

Indien er sprake is van een beleggingsaanbeveling, dan gelden er een aantal verplichtingen.

2.1 Uitbrengers en verspreiders van beleggingsaanbevelingen

Personen die beleggingsaanbevelingen verstrekken of verspreiden of andere informatie waarin een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld, dienen de normale zorgvuldigheid in acht te nemen om ervoor te zorgen dat dergelijke informatie objectief wordt gepresenteerd en zij hun belangen bekendmaken of belangenverstremming mededelen ten aanzien van de financiële instrumenten waarop die informatie betrekking heeft.

Met deze ‘personen’¹³ worden onder andere bedoeld:

- een onafhankelijke analist,
- een beleggingsonderneming,
- een kredietinstelling,
- iedere andere persoon van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van beleggingsaanbevelingen,
- een in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor hen werkzame natuurlijke persoon, of
- anderen die rechtstreeks een specifieke beleggingsbeslissing in verband met een financieel instrument aanbevelen.

Een voorbeeld van de laatste categorie betreft bijvoorbeeld de ‘deskundige’¹⁴. Die wordt in de Gedelegeerde verordening gedefinieerd als een persoon die herhaaldelijk beleggingsbeslissingen met betrekking tot financiële instrumenten voorstelt en die:

1. stelt over financiële deskundigheid of ervaring te beschikken;
2. of zijn aanbevelingen verstrekt op een manier waardoor andere personen redelijkerwijs zouden aannemen dat hij over financiële deskundigheid of ervaring beschikt.

Indicatoren die bij de identificatie van dergelijke deskundigen in aanmerking moeten worden genomen, zijn onder meer de frequentie waarmee zij aanbevelingen uitbrengen, het aantal volgers dat zij hebben wanneer zij aanbevelingen voorstellen, hun persoonlijke loopbaangegevens, onder meer of zij in het verleden professioneel aanbevelingen hebben uitgebracht, en of hun vroegere aanbevelingen door derden, bijvoorbeeld de media, worden of werden overgenomen.

¹³ ‘Persoon’ wordt in artikel 3, lid 1, sub 13 van de MAR gedefinieerd als “een natuurlijk persoon of rechtspersoon”

¹⁴ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 1, sub a.

Met een groep¹⁵ wordt bedoeld een moederonderneming en al haar dochterondernemingen.

2.2 Uitzondering journalistieke doeleinden

Wanneer aanbevelingen worden verstrekt of verspreid ten behoeve van journalistieke doeleinden of andere uitdrukingsvormen in de media, wordt deze openbaarmaking of verspreiding van informatie beoordeeld met inachtneming van de bepalingen inzake de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in andere media, en de journalistieke gedragscodes, tenzij:

- a. de betrokkenen of personen die nauw met hen verbonden zijn, rechtstreeks of onrechtstreeks een voordeel of winst behalen uit de openbaarmaking of de verspreiding van de betreffende informatie, of
- b. de openbaarmaking of de verspreiding wordt verricht met de bedoeling de markt te misleiden op het gebied van het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten.

¹⁵ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 1, sub b: een groep in de zin van artikel 2, lid 11, van Richtlijn 2013/34/EG van het Europees Parlement en de Raad.

3. Verplichtingen voor uitbrengers van beleggingsaanbevelingen

Als er sprake is van een beleggingsaanbeveling, dan gelden er een aantal transparantieplichtingen voor de uitbrenger en/of de verspreider van die beleggingsaanbeveling. De hoeveelheid openbaar te maken informatie is afhankelijk van de hoedanigheid van de uitbrenger van de aanbeveling. Deze verplichtingen worden in dit hoofdstuk nader benoemd.

Kort gezegd dienen personen die beleggingsaanbevelingen uitbrengen of verspreiden, of andere informatie waarin een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld, ervoor te zorgen dat ze hun identiteit duidelijk vermelden, dat dergelijke informatie objectief wordt gepresenteerd en dat zij hun belangen bekendmaken of belangenverstremming meedelen ten aanzien van de financiële instrumenten waarop die informatie betrekking heeft.

3.1 Identiteit van uitbrengers van aanbevelingen (artikel 2¹⁶)

Personen die beleggingsaanbevelingen of andere informatie waarin een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld uitbrengen, maken in alle door hen uitgebrachte aanbevelingen duidelijk en opvallend melding van hun identiteit en de volgende informatie over de identiteit van alle andere personen die voor het uitbrengen van de aanbeveling verantwoordelijk zijn:

- a. de naam en de functie van alle natuurlijke personen die bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken zijn;
- b. wanneer een bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken natuurlijke of rechtspersoon in het kader van een contract, waaronder een arbeidscontract, of op andere wijze voor een rechtspersoon handelt, de naam van die rechtspersoon.

Wanneer de persoon die aanbevelingen uitbrengt, een beleggingsonderneming, een kredietinstelling of een natuurlijke persoon is die in het kader van een arbeidscontract of op andere wijze voor een beleggingsonderneming of een kredietinstelling werkt, deelt hij ook de identiteit van de betrokken bevoegde autoriteit in de aanbeveling mee. Voor andere personen die aanbevelingen uitbrengen, die onderworpen zijn aan uit zelfregulering voortvloeiende normen of gedragscodes voor het uitbrengen van aanbevelingen, geldt dat zij, naast de informatie onder a) en b), een verwijzing naar die normen of codes in de aanbeveling opnemen.

3.2 Objectieve presentatie van aanbevelingen (artikel 3¹⁷)

Personen die aanbevelingen uitbrengen, zorgen ervoor dat hun aanbevelingen aan de volgende vereisten voldoen:

- a. feiten worden duidelijk onderscheiden van interpretaties, ramingen, adviezen en andere vormen van informatie die niet op feiten berust;
- b. alle wezenlijke informatiebronnen worden duidelijk en opvallend vermeld;

¹⁶ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 2.

¹⁷ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 3.

- c. alle informatiebronnen zijn betrouwbaar; wanneer wordt betwijfeld of een bron betrouwbaar is, wordt dit duidelijk vermeld;
- d. alle projecties, prognoses en richtkoersen worden duidelijk en opvallend als zodanig aangemerkt, en de wezenlijke aannames bij het opstellen en het gebruik ervan worden vermeld;
- e. de datum en het tijdstip waarop het uitbrengen van de aanbeveling werd voltooid, worden duidelijk en opvallend vermeld.

Wanneer de openbaarmaking van de onder b) of e) vereiste informatie gelet op de lengte of de vorm van de aanbeveling onevenredig is, onder meer in het geval van een niet-schriftelijke aanbeveling die bijvoorbeeld tijdens bijeenkomsten, promotietours, audio- of videoconferenties of in interviews op radio, televisie of websites wordt uitgebracht, vermeldt de persoon die aanbevelingen uitbrengt, in de aanbeveling waar de vereiste informatie direct en gemakkelijk kan worden geraadpleegd door de personen die de aanbeveling kosteloos ontvangen.

Personen die aanbevelingen uitbrengen, motiveren alle door hen uitgebrachte aanbevelingen bij de AFM op diens verzoek.

3.3 Aanvullende verplichtingen m.b.t. objectieve presentatie van aanbevelingen (artikel 4 ¹⁸)

Voor beleggingsaanbevelingen voortgebracht door een onafhankelijke analist, een beleggingsonderneming, een kredietinstelling, iedere andere persoon van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van beleggingsaanbevelingen, of een in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor hen werkzame natuurlijke persoon, alsmede door deskundigen¹⁹, gelden aanvullende verplichtingen.

Naast de verplichtingen beschreven in paragraaf 3.2, nemen deze personen ook de volgende informatie duidelijk en opvallend in de aanbeveling op:

- a. indien de aanbeveling openbaar is gemaakt aan de uitgevende instelling waarop de aanbeveling direct of indirect betrekking heeft, en vervolgens is gewijzigd, een verklaring daarover;
- b. een samenvatting van alle waarderingsgrondslagen of methoden die voor de beoordeling van een financieel instrument of een uitgevende instelling of voor de vaststelling van een richtkoers voor een financieel instrument zijn gebruikt, en van de onderliggende aannames, alsook een indicatie en een samenvatting van alle veranderingen in de waardering, methoden of onderliggende aannames;
- c. wanneer de persoon die aanbevelingen uitbrengt geen beschermde modellen heeft gebruikt, een indicatie van de plaats waar nadere informatie over de waardering, methoden en de onderliggende aannames direct en gemakkelijk kan worden geraadpleegd;

¹⁸ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 4

¹⁹ Zie paragraaf 2.1.

- d. wanneer de persoon die aanbevelingen uitbrengt beschermde modellen heeft gebruikt, een indicatie van de plaats waar wezenlijke informatie over de beschermde modellen direct en gemakkelijk kan worden geraadpleegd;
- e. een afdoende uitleg van de betekenis van de uitgebrachte aanbevelingen, zoals de aanbevelingen „kopen”, „verkopen” of „aanhouden”, en van de duur van de belegging waarop de aanbeveling betrekking heeft, en een passende risicowaarschuwing, met inbegrip van een gevoeligheidsanalyse van de aannames;
- f. een verwijzing naar de geplande frequentie van de herzieningen van de aanbeveling;
- g. een indicatie van de relevante datum en het tijdstip voor alle in de aanbeveling vermelde koersen van financiële instrumenten;
- h. ingeval een aanbeveling verschilt van een van hun vorige aanbevelingen met betrekking tot hetzelfde financiële instrument of dezelfde uitgevende instelling die tijdens de voorafgaande twaalf maanden is verspreid, een indicatie van de wijziging(en) en de datum van die vorige aanbeveling. Ten aanzien van derivaten geldt: als er een unieke identificatiecode is voor het betreffende derivaat, dan kan die worden gebruikt voor het openbaren van de historische wijziging(en) in de beleggingsaanbeveling. Zo niet, dan kan de uitbrenger van de beleggingsaanbeveling zelf een inschatting maken van de manier waarop ze toch nog een betekenisvolle indicatie van de wijziging(en) kan doorgeven aan de ontvangers van de aanbeveling; Er zou bijvoorbeeld gekeken kunnen worden naar gezamenlijke kenmerken van een derivatencontract, zoals bijvoorbeeld de uitoefenprijs, onderliggende waarde en looptijd; en
- i. een lijst van al hun aanbevelingen over een financieel instrument of een uitgevende instelling die tijdens de voorafgaande twaalf maanden werden verspreid, met voor elke aanbeveling de volgende informatie: de datum van verspreiding, de identiteit van de bij het uitbrengen betrokken personen, de richtkoers en de relevante marktprijs op het tijdstip van verspreiding, de richting van de aanbeveling en de geldigheidsduur van de richtkoers of van de aanbeveling.

Wanneer de openbaarmaking van de onder b), e) of i), vereiste informatie gelet op de lengte of de vorm van de aanbeveling onevenredig is, onder meer in het geval van een niet-schriftelijke aanbeveling die bijvoorbeeld tijdens bijeenkomsten, promotietours, audio- of videoconferenties of in interviews op radio, televisie of websites wordt uitgebracht, vermeldt de persoon die aanbevelingen uitbrengt, in de aanbeveling waar de vereiste informatie direct en gemakkelijk kan worden geraadpleegd door de personen die de aanbeveling kosteloos ontvangen.

3.4 Openbaar maken belangen of belangenverstrengeling (artikel 5²⁰)

Personen die aanbevelingen uitbrengen, maken in hun aanbevelingen alle betrekkingen en omstandigheden openbaar waarvan redelijkerwijs mag worden verwacht dat ze de objectiviteit van de aanbeveling in het gedrang brengen, waaronder belangen of belangenverstrengeling, van hen of van alle natuurlijke of rechtspersonen die in het kader van een contract, waaronder een arbeidscontract, of op andere wijze voor hen werken en die bij het uitbrengen van de aanbeveling

²⁰ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 5

betrokken waren, met betrekking tot alle financiële instrumenten of de uitgevende instelling waarop de aanbeveling direct of indirect betrekking heeft.

Voor een rechtspersoon die een aanbeveling uitbrengt geldt dat zij bovendien openbaar moet maken alle belangen of belangenverstremgeling van alle personen die tot dezelfde groep behoren die:

- a. bekend zijn, of redelijkerwijs mochten worden verwacht bekend te zijn, bij de personen die bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken zijn; of
- b. bekend zijn bij de personen die weliswaar niet bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken zijn, maar die toegang hebben, of van wie redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij toegang hebben, tot de aanbeveling voordat die is voltooid.

Een natuurlijke persoon die aanbevelingen uitbrengt, dient ook alle belangen of belangenverstremgeling(en) van alle nauw met hem gelieerde personen openbaar te maken.

3.5 Aanvullende verplichtingen m.b.t. openbaar maken belangen of belangenverstremgeling (artikel 6²¹)

Voor beleggingsaanbevelingen voortgebracht door een onafhankelijke analist, een beleggingsonderneming, een kredietinstelling, iedere andere persoon van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van beleggingsaanbevelingen, of een in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor hen werkzame natuurlijke persoon, alsmede door deskundigen, gelden aanvullende verplichtingen.

Naast de in paragraaf 3.4. vereiste informatie nemen deze personen in de aanbeveling de volgende informatie op over hun belangen en belangenverstremgeling(en) met betrekking tot de uitgevende instelling waarop de aanbeveling direct of indirect betrekking heeft:

- a. als de betrokken persoon of deskundige een netto long- of shortpositie bezit die de drempel van 0,5% van het totale uitgegeven aandelenkapitaal van de uitgevende instelling overschrijdt²², een verklaring daarover waarin wordt gespecificeerd of de netto positie long of short is;
- b. als de deelnemingen van de uitgevende instelling in het totale uitgegeven aandelenkapitaal van de betrokken persoon of deskundige meer dan 5% bedragen, een verklaring daarover;
- c. als de persoon die de aanbeveling uitbrengt of een andere persoon die met hem tot dezelfde groep behoort:
 - i. een market maker of een liquiditeitsverschaffer in de financiële instrumenten van de uitgevende instelling is, een verklaring daarover;
 - ii. tijdens de voorafgaande twaalf maanden lead manager of co-lead manager is geweest bij een openbare aanbieding van financiële instrumenten van de uitgevende instelling, een verklaring daarover;

²¹ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 6

²² Berekend overeenkomstig artikel 3 van Verordening (EU) nr. 236/2012 en de hoofdstukken III en IV van Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 918/2012 van de Commissie.

- iii. partij is bij een overeenkomst met de uitgevende instelling met betrekking tot het verstrekken van beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten en nevendiensten van beleggingsondernemingen²³, een verklaring daarover, mits dit niet zou leiden tot de openbaarmaking van vertrouwelijke commerciële informatie en de overeenkomst tijdens de voorafgaande twaalf maanden van kracht was of in dezelfde periode aanleiding heeft gegeven tot de verplichting tot betaling of ontvangst van een vergoeding;
- iv. partij is bij een overeenkomst met de uitgevende instelling met betrekking tot het uitbrengen van de aanbeveling, een verklaring daarover.

Wanneer deze persoon een beleggingsonderneming, een kredietinstelling of een natuurlijke of rechtspersoon is die in het kader van een contract, waaronder een arbeidscontract, of op andere wijze voor een beleggingsonderneming of een kredietinstelling werkt, neemt hij bovendien de volgende informatie in de aanbeveling op:

- a. een beschrijving van de daadwerkelijke interne organisatorische en administratieve regelingen en van alle informatiebarrières die hij heeft opgezet om belangenverstrengeling met betrekking tot de aanbevelingen te voorkomen en te vermijden;
- b. als de vergoeding van de natuurlijke of rechtspersonen die in het kader van een arbeidscontract of op andere wijze voor hem werken, en die bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken waren, direct gekoppeld is aan transacties bij beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten en nevendiensten van beleggingsondernemingen, of aan andere soorten transacties die hij of een tot dezelfde groep behorende rechtspersoon verricht, of aan handelsvergoedingen die hij of een tot dezelfde groep behorende rechtspersoon ontvangt, een verklaring daarover;
- c. informatie over de prijs en datum van verwerving van aandelen wanneer natuurlijke personen die in het kader van een arbeidscontract of op andere wijze voor een beleggingsonderneming of kredietinstelling werken, en die bij het uitbrengen van de aanbeveling betrokken waren, de aandelen van de uitgevende instelling waarop de aanbeveling direct of indirect betrekking heeft, ontvangen of aankopen voordat die aandelen openbaar worden aangeboden;
- d. per kwartaal het aandeel van alle aanbevelingen die „kopen”, „aanhouden”, „verkopen” luiden of gelijkwaardig geformuleerd zijn tijdens de voorafgaande twaalf maanden, en het aandeel van de met elk van die categorieën overeenstemmende uitgevende instellingen waarvoor hij tijdens de voorafgaande twaalf maanden belangrijke diensten van beleggingsondernemingen, heeft verricht.

Wanneer de openbaarmaking van de in deze paragraaf bedoelde informatie gelet op de lengte of de vorm van de aanbeveling onevenredig is, onder meer in het geval van een niet-schriftelijke aanbeveling die bijvoorbeeld tijdens bijeenkomsten, promotietours, audio- of videoconferenties

²³ Diensten van beleggingsondernemingen die in de delen A en B van bijlage I bij Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad zijn opgenomen.

of interviews op radio, televisie of websites wordt uitgebracht, vermeldt de persoon die aanbevelingen uitbrengt, in de aanbeveling waar de vereiste informatie direct en gemakkelijk kan worden geraadpleegd door de personen die de aanbeveling kosteloos ontvangen.

4. Verplichtingen voor verschillende verspreiders van aanbevelingen

Aanbevelingen mogen in ongewijzigde, gewijzigde of samengevatte vorm worden verspreid door een andere persoon dan de persoon die de aanbevelingen uitbrengt. De wijze waarop personen die aanbevelingen verspreiden, die aanbevelingen behandelen, kan een belangrijk effect hebben op de beoordeling daarvan door beleggers. Het kan met name voor beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen van belang zijn om de identiteit te kennen van de persoon die de aanbeveling verspreidt, en te weten in welke mate de oorspronkelijke aanbeveling is gewijzigd. Daarom gelden er een aantal verplichtingen voor verspreiders van aanbevelingen.

4.1 Verplichtingen voor de verspreiding door de uitbrenger zelf (artikel 7²⁴)

Wanneer een persoon die aanbevelingen uitbrengt, een door hem uitgebrachte aanbeveling verspreidt, neemt hij in de aanbeveling de datum en het tijdstip op waarop de aanbeveling voor het eerst werd verspreid.

4.2 Verplichtingen voor de verspreiding van door derden uitgebrachte aanbevelingen (artikel 8²⁵)

Personen die door derden uitgebrachte aanbevelingen verspreiden, delen de personen die de aanbevelingen ontvangen, de volgende informatie mee:

- a. hun identiteit, op een duidelijke en opvallende manier;
- b. alle betrekkingen en omstandigheden waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat ze de objectieve presentatie van de aanbeveling in het gedrang brengen, waaronder belangen of belangenverstrengeling met betrekking tot alle financiële instrumenten of uitgevende instellingen waarop de aanbeveling direct of indirect betrekking heeft;
- c. de datum en het tijdstip waarop de aanbeveling het eerst wordt verspreid.

Wanneer het gaat om een beleggingsonderneming, een kredietinstelling of een natuurlijke of rechtspersoon die in het kader van een contract, waaronder een arbeidscontract, of op andere wijze voor een beleggingsonderneming of een kredietinstelling werkt, dan deelt die persoon bovendien de volgende informatie in de aanbeveling mee:

- a. de identiteit van de betrokken bevoegde autoriteit, in Nederland dus de AFM;
- b. zijn eigen belangen of een indicatie van belangenverstrengeling²⁶, tenzij hij optreedt als het verspreidingskanaal van de aanbevelingen die binnen dezelfde groep²⁷ worden uitgebracht

²⁴ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 7

²⁵ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 8

²⁶ als vastgesteld in artikel 5 en artikel 6, leden 1 en 2 van Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016

²⁷ Zoals gedefinieerd in paragraaf 2.1: moederonderneming en al haar dochterondernemingen

zonder dat hij discretionaire bevoegdheid heeft wat de selectie van de te verspreiden aanbeveling betreft.

4.3 Aanvullende verplichtingen voor de verspreiding van samenvattingen of uittreksels (artikel 9 ²⁸)

Naast de in paragraaf 4.2. vastgestelde informatie zorgen personen die een samenvatting van of een uittreksel uit een door een derde uitgebrachte aanbeveling verspreiden, ervoor dat die samenvatting of dat uittreksel:

- a. duidelijk en niet misleidend is;
- b. als samenvatting of uittreksel wordt aangemerkt;
- c. een duidelijke verwijzing naar de originele aanbeveling bevat.

Daarnaast zorgen zij er ook voor dat de in paragraaf 3.1 tot en met 3.5 genoemde informatie (identiteit, objectieve presentatie en belangen) met betrekking tot de uitbrenger van de aanbeveling, hetzij direct in de samenvatting of het uittreksel zelf beschikbaar wordt gemaakt, hetzij via verwijzing naar de plaats waar die informatie kan worden geraadpleegd door de personen die de samenvatting van of het uittreksel uit de aanbeveling kosteloos ontvangen.

4.4 Aanvullende verplichtingen voor de verspreiding van wezenlijk gewijzigde aanbevelingen (artikel 10 ²⁹)

Naast de in paragraaf 4.2. vastgestelde informatie zorgen de personen die een door een derde uitgebrachte aanbeveling verspreiden die wezenlijk is gewijzigd, ervoor dat de wezenlijke wijziging duidelijk en nauwkeurig in de aanbeveling is opgegeven.

Zij dienen ook te voldoen aan de in paragraaf 3.1 tot en met 3.4 genoemde vereisten (identiteit, objectieve presentatie en belangen) met betrekking tot de wezenlijke wijziging en nemen in de wezenlijk gewijzigde aanbeveling een verwijzing op naar de plaats waar de in paragraaf 3.1 tot en met 3.5 vastgestelde informatie met betrekking tot de uitbrenger van de originele aanbeveling kan worden geraadpleegd door de personen die de wezenlijk gewijzigde aanbeveling kosteloos ontvangen.

Indien communicatie bericht over of verwijst naar een eerdere beleggingsaanbeveling, maar ofwel een bevestiging van de vorige aanbeveling of waardering bevat ofwel nieuwe elementen van waardering of opinie bevat, die gebaseerd kunnen zijn op nieuwe feiten of gebeurtenissen met betrekking tot de uitgevende instelling en die in die waardering zijn meegewogen, dan zal dit als een nieuwe beleggingsaanbeveling worden beschouwd.

²⁸ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 9.

²⁹ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, artikel 10.

5. Handhaving door AFM

De AFM is toezichthouder ten aanzien van de verplichtingen die gelden bij het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen. De AFM draagt er zorg voor dat de bepalingen van de MAR, waaronder die ten aanzien van beleggingsaanbevelingen, worden toegepast op Nederlands grondgebied. Ten aanzien van beleggingsaanbevelingen ziet de AFM toe op alle handelingen die worden verricht op haar grondgebied die zien op financiële instrumenten en uitgevende instellingen die zijn toegelaten op Nederlandse en andere Europese platformen, alsmede in het buitenland verrichte handelingen die betrekking hebben op financiële instrumenten en uitgevende instellingen die toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt, waarvoor een verzoek tot toelating tot de handel op een dergelijke markt is ingediend, worden geveild op een veiling of die worden verhandeld op een MTF of OTF, of waarvoor een verzoek is ingediend om toelating tot de handel op een MTF die op Nederlands grondgebied actief is.

Zoals in de inleiding gemeld, volgt de AFM proactief gedragingen, orders en transacties van beleggers in de markt. Als daar aanleiding toe is, doet zij onderzoek naar de naleving van de regels met betrekking tot marktmisbruik, waaronder die met betrekking tot beleggingsaanbevelingen, maar ook met betrekking tot het verbod op marktmanipulatie en op handel met voorwetenschap.

Net als voorheen geldt dat onderzoeksgegevens en ramingen, gebaseerd op openbaar beschikbare gegevens, op zich niet als voorwetenschap worden beschouwd en het enkele feit dat een transactie is uitgevoerd op basis van dergelijk onderzoek mag op zichzelf dan ook niet als handel met voorwetenschap worden aangemerkt³⁰. Bijvoorbeeld, indien de openbaarmaking of verspreiding van informatie routinematig door de markt wordt verwacht en indien deze openbaarmaking of verspreiding bijdraagt aan het proces van koersvorming van financiële instrumenten of de informatie standpunten bevat van erkende marktanalisten of instellingen die de koersen van gerelateerde financiële instrumenten kunnen beïnvloeden, kan de informatie echter voorwetenschap zijn. In zulke gevallen mogen personen die bekend zijn met die informatie niet (trachten te) handelen in die instrumenten, voorafgaand aan het uitbrengen van die beleggingsaanbeveling. Maar ook mogen zij die voorwetenschap niet wederrechtelijk meedelen, noch iemand anders aanraden of ertoe aanzetten om te handelen met voorwetenschap.

De in deze brochure beschreven transparantieplichtingen hebben onder meer tot doel om marktmanipulatie te voorkomen. Marktmanipulatie omvat onder andere de verspreiding van informatie, via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen, waardoor daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument, of de koers van een of meer financiële instrumenten daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau wordt gebracht, met inbegrip van de

³⁰ Zie overweging 28 uit de MAR

verspreiding van geruchten wanneer de persoon die de informatie verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was.

Voor een groot deel van de professionele marktpartijen geldt een verplichting om de AFM te voorzien van vermoedens van marktmisbruik, zoals marktmanipulatie en handel met voorwetenschap. Voor nadere informatie over die meldingsplicht verwijzen we naar www.afm.nl en naar de brochure 'Meldingsplicht marktmisbruik'³¹. Daarnaast kunnen andere marktpartijen en particuliere beleggers ook meldingen bij de AFM doen.

In het kader van het toezicht op de naleving van de regelgeving heeft de AFM de bevoegdheid informatie in te winnen bij eenieder die, naar in redelijkheid mag worden aangenomen, beschikt over informatie die relevant is voor dat toezicht.

Wat betreft het toezicht op de naleving van de regels met betrekking tot beleggingsaanbevelingen staat de AFM een groot aantal toezichtmaatregelen ter beschikking, zoals het geven van een aanwijzing. Ook kan zij een last onder dwangsom of boete opleggen of aangifte doen bij het Openbaar Ministerie. Welke maatregel wordt ingezet is afhankelijk van de specifieke omstandigheden van het geval.

De AFM is het aanspreekpunt voor vragen over beleggingsaanbevelingen. Voor vragen en overleg kunt u een e-mail sturen naar marketsupervision@afm.nl of contact op nemen met Monitoring op telefoon nummer: +31-20 797 3777. Als u een beleggingsaanbeveling ontvangt en u twijfelt of deze voldoet aan de transparantie-eisen, dan kunt u dat ook daar melden.

³¹<https://www.afm.nl/~profmedia/files/wet-regelgeving/marktmisbruik/brochure-meldplicht-marktmisbruik.ashx>

Autoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 | F 020 797 3800
Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam
www.afm.nl

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