

Marktmisbruik

Nieuwe regels en risico's

Op 3 juli 2016 trad de Europese Verordening Marktmisbruik in werking.² Vanaf dat moment zijn al onze nationale voorschriften op het gebied van marktmisbruik buiten werking gesteld. Voortaan zijn uitsluitend nog Europese voorschriften van kracht. Dat zijn er niet weinig: de Verordening zelf vormt al een klein wetboek, terwijl veel bepalingen van deze basisverordening op gedetailleerde wijze zijn uitgewerkt in maar liefst twaalf uitvoeringsverordeningen. En al die Europese voorschriften zijn rechtstreeks van toepassing binnen onze rechtsorde.

Voor beleggingsprofessionals is kennis van deze regelgeving noodzakelijk. Een overtreding van de voorschriften rondom marktmisbruik kan voor hen vergaande gevolgen hebben. Daarbij kan het gaan om bestuursrechtelijk onderzoek door de AFM of strafrechtelijk onderzoek door FIOD en OM. In het verleden hebben meerdere professionals onder vuur gelegen van de autoriteiten. Dat had grote gevolgen.

Zo was er in 2006 de affaire rondom de beleggingsprofessional die in het televisieprogramma Business Class zijn oordeel gaf over fondsen waarin hij en anderen tevoren een belang in zouden hebben genomen, evenwel zonder dat laatste te vermelden. Uiterlijk een klassiek geval van wat de Amerikanen “scalping” noemen. De AFM deed aangifte bij het OM en er volgde een strafrechtelijk onderzoek. De verdachten hebben uiteindelijk een schikking getroffen.³

Ten tijde van de financiële crisis speelde de affaire rondom de beleggingsprofessional die in de zomer van 2008 zeer stellig zijn negatieve mening over het aandeel Fortis had verkondigd (“Fortis is toast”). Volgens de AFM had hij hiermee misleidende informatie verspreid. Er volgde een boete ter zake van marktmanipulatie, met bijbehorend persbericht. De rechter haalde daar uiteindelijk een streep door: de meningsuiting werd niet misleidend geacht.⁴ De analist was intussen echter wel zijn baan kwijt geraakt.

Auteur
Daan Doorenbos'



Dat laatste overkwam meer recent ook een analist van Kempen & Co. Volgens berichten in de media werd hij er in 2014 door zijn werkgever van beschuldigd onzorgvuldig te zijn omgegaan met koersgevoelige informatie die hem abusievelijk was toegezonden door een beursvennootschap. Gesteld werd dat hij deze informatie had gebruikt door anderen te informeren, met voorbijgaan aan de Chinese Walls tussen analisten en handelaren.⁵ Het is mij niet bekend hoe deze zaak precies is afgelopen, maar het is zonder meer een illustratie van risico's die analisten lopen in het kader van hun professionele functioneren.

Verordening Marktmissbruik

De Verordening kent drie kernbepalingen: het verbod op handel met voorwetenschap, het verbod op het wederrechtelijk doorgeven van voorwetenschap en het verbod op marktmanipulatie. Daarnaast bevat de Verordening vooral veel voorschriften van preventieve aard, zoals de verplichting voor beursvennootschappen om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken, de verplichting om insiderlijsten aan te leggen en bij te houden, de verplichting om transacties van leidinggevenden van uitgevende instellingen te publiceren en de verplichting voor professionele marktpartijen om vermoedens van marktmissbruik onverwijld te melden aan de toezichthouder. Specifiek voor analisten en beleggingsadviseurs gelden voorschriften die moeten waarborgen dat informatie objectief wordt gepresenteerd en dat zij openheid betrachten omtrent bestaande belangen of het bestaan van belangenverstrengeling. Ook deze laatste voorschriften zijn van preventieve aard, omdat zij ertoe strekken misleiding van marktdeelnemers of het beleggend publiek te voorkomen.

Waar het gaat om de handhaving van de voorschriften heeft de Europese wetgever bepaald dat de lidstaten hun handhavers vergaande onderzoeksbevoegdheden en sanctiemogelijkheden toekennen. In de Verordening marktmissbruik wordt veel aandacht besteed aan de bestuurlijke handhaving, terwijl de nieuwe Richtlijn Marktmissbruik daarnaast minimumeisen stelt aan de strafrechtelijke handhaving.⁶ Het toezicht op de naleving van de Europese voorschriften en de daadwerkelijke handhaving is uiteindelijk nog steeds een taak voor de nationale autoriteiten.

Handel met voorwetenschap

In de Verordening Marktmissbruik geldt net als voorheen het uitgangspunt dat onderzoeksgegevens en ramingen die zijn gebaseerd op openbare gegevens, niet als voorwetenschap kunnen worden beschouwd. Het uitvoeren van transacties op basis van dergelijke informatie kan op zichzelf dus niet worden aangemerkt als handel met voorwetenschap. Dat ligt echter anders indien deze informatie standpunten bevat van erkende marktanalisten die de koers van financiële instrumenten kan beïnvloeden. In zoverre kan een analistenrapport informatie bevatten die voorafgaand aan haar openbaarma-

king kwalificeert als voorwetenschap. Wanneer het waarschijnlijk is te achten dat door verspreiding of publicatie van een analistenrapport de koers zou kunnen worden beïnvloed, zal voorafgaand aan die verspreiding of publicatie niet gehandeld mogen worden door de personen die al bekend zijn met de inhoud van dat rapport. Het “koersgevoelige” analistenrapport mag dan evenmin worden gebruikt als basis voor de advisering aan klanten.

Uit onderzoek is gebleken dat de koers vaak reeds in de periode voorafgaand aan de publicatie van een analistenrapport in beweging komt.⁷ Voor zover dat verklaarbaar is vanuit openbaarmakingen door en over de beursvennootschap in kwestie, waarop het analistenrapport slechts aansluit, hoeft dat uiteraard nog niet te duiden op ongeoorloofd gedrag. Maar voor zover de koersbeweging zou worden veroorzaakt doordat financiële instellingen hun grootste klanten al vóór de publicatie van het positieve of negatieve analistenrapport dienovereenkomstig adviseren, zal sprake kunnen zijn van gedrag dat strijdig is met de Verordening Marktmissbruik.

De verbodsbepalingen richten zich niet alleen tot degene die zelf met voorwetenschap handelt, maar ook tot degene die op basis van voorwetenschap een derde transacties aanbeveelt of een derde ertoe aanzet te handelen. Daarbij loopt ook die derde risico: indien hij weet of zou moeten weten dat de aanbeveling of aansporing op voorwetenschap berust – zoals een nog te publiceren “koersgevoelig” analistenrapport – behoort hij zich te onthouden van handelen. Daarnaast mag hij de aanbeveling of aansporing dan niet verder doorgeven, want dat laatste wordt weer gezien als een wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap.

Nieuw is verder dat de verbodsbepaling inzake handel met voorwetenschap zich uitdrukkelijk mede richt op het aanpassen of annuleren van eerder ingeleigde orders. Wie zijn orders wijzigt of intrekt, nadat hij over voorwetenschap is komen te beschikken, wordt vermoed te handelen met voorwetenschap.

Marktmanipulatie

Het verbod op marktmanipulatie is veelomvattend. Het heeft betrekking op handelsgedrag, maar ook op het verspreiden van informatie: via de media, via internet, via e-mail of anderszins. Wie informatie verspreidt waarvan gesteld kan worden dat daarvan onjuiste of misleidende signalen uitgaan met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, loopt het risico te worden beschuldigd van marktmanipulatie. Het kan daarbij gaan om zelf verzonden informatie, verkeerd weergegeven informatie of informatie waaruit essentiële feiten zijn weggelaten. Net als voorheen zal wel moeten worden vastgesteld dat de persoon die de informatie verspreidde wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was.

In de Verordening zelf worden enkele voorbeelden van marktmanipulatie genoemd, waaronder het verspreiden van een mening over (de uitgevende instelling van) een financieel instrument, terwijl van tevoren posities zijn ingenomen om nadien profijt te trekken van het effect dat deze mening heeft gehad op de koers van dit financieel instrument, zonder tegelijkertijd deze belangenverstrengeling naar behoren openbaar te maken. In lijn daarmee wordt in een bijlage bij de Verordening vermeld dat het plaatsen van orders of het verrichten van transacties voorafgaand aan de verspreiding van “gekleurde” beleggingsaanbevelingen door onderling gelieerde (rechts)personen, een indicator is van manipulatief gedrag.

Verder bevat een van de uitvoeringsverordeningen nog een nader uitgewerkte lijst met voorbeelden van indicatoren van marktmanipulatie.⁸ In de lijst worden tal van “foute praktijken” aangehaald, voorzien van beeldende termen, zoals “pump and dump” en “trash and cash”. Dit betreft praktijken waarbij long- of shortposities worden ingenomen, om vervolgens met misleidende positieve of negatieve informatie de koers van het financiële instrument in kwestie kunstmatig te beïnvloeden, waarna de positie met winst kan worden afgewikkeld.

In de preambule van de Verordening wordt benadrukt dat zij geen afbreuk wil doen aan de vrijheid van meningsuiting. De beleggingsprofessional die een overwegend subjectief oordeel verspreidt over een uitgevende instelling of financieel instrument, mag derhalve niet te snel worden beticht van marktmanipulatie, ook al zou zijn mening nogal stellig zijn verwoord.

Beleggingsaanbevelingen

Voor een ieder die een ander aanbeveelt om te beleggen in een specifiek financieel instrument geldt de algemene norm dat hij daarbij zorgvuldig te werk moet gaan. Meer specifiek moet degene die de aanbeveling doet ervoor zorgen dat hij informatie objectief presenteert en transparant is over zijn eigen belangen. In een uitvoeringsverordening wordt deze zorgplicht nader geconcretiseerd, waarbij onderscheid wordt gemaakt naar verschillende categorieën van personen die aanbevelingen uitbrengen.⁹ De meest uitvoerige transparantievoorschriften zijn van toepassing op onafhankelijke

analisten, beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en (rechts)personen die zich voornamelijk bezighouden met het doen van beleggingsaanbevelingen. Ook het verspreiden van aanbevelingen die door anderen zijn uitgebracht – integraal of samengevat, al of niet gewijzigd – wordt in de uitvoeringsverordening gereguleerd.

Sancties

De meeste overtredingen van de Europese voorschriften zijn strafbaar gesteld via de Wet op de economische delicten. Handel met voorwetenschap, het wederrechtelijk mededelen van voorwetenschap aan derden en marktmanipulatie zijn misdrijven waarop maximaal zes jaar gevangenisstraf staat en een geldboete van 82.000 euro. Overtreding van de voorschriften inzake de beleggingsaanbevelingen levert een minder zwaar misdrijf op, dat kan worden gestraft met maximaal twee jaar gevangenisstraf en een geldboete van 20.500 euro. Voor rechtspersonen geldt een maximale geldboete van 820.000 euro of 10% van de jaaromzet. Daarnaast kunnen nog bijkomende straffen en maatregelen worden opgelegd, zoals de ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel.

Indien niet wordt gekozen voor de strafrechtelijke handhaving, kan de AFM bestuurlijke sancties toepassen. Daarbij kan worden gedacht aan een last onder dwangsom die kan worden ingezet om een (rechts)persoon tot directe naleving te dwingen, maar ook aan een bestuurlijke boete die kan oplopen tot de ongekende hoogte van 40 miljoen euro of 15% van de jaaromzet van de betrokken rechtspersoon. Verder schrijft de Wet op het financieel toezicht voor dat sanctiebesluiten als regel moeten worden gepubliceerd, zodat een bestuurlijk handhavingstraject welhaast onherroepelijk tot reputatieschade leidt.

Conclusie

De Verordening Marktmissbruik heeft als doel dat iedereen in de Europese Unie dezelfde voorschriften volgt. De Europese wetgever heeft daartoe een uniform wetboek vastgesteld waarin tal van verplichtingen zijn opgenomen die ook in Nederland rechtstreeks van toepassing zijn. Voor beleggingsprofessionals is het belangrijk dat zij die voorschriften kennen, omdat een overtreding ernstige gevolgen kan hebben. ■

Noten

- 1 Prof. Mr Daan Doorenbos is hoogleraar Ondernemingsstrafrecht aan de Radboud Universiteit Nijmegen en advocaat bij Stibbe in Amsterdam.
- 2 Zie Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik, te vinden op de website EUR-Lex.
- 3 Zie o.a. het persbericht van het OM d.d. 26 oktober 2009 (Transactie overeengekomen in onderzoek Schaaij), te vinden op de website om.nl.

- 4 Zie de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 22 januari 2015, te vinden op de website rechtspraak.nl onder ECLI:NL:CBB:2015:6.
- 5 Zie o.a. de berichtgeving in het Financieel Dagblad van 18 april 2016.
- 6 Zie Richtlijn 2014/57 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik, te vinden op de website EUR-Lex.
- 7 Zie D. Gerritsen, Koersbewegingen rond de publicatie van beleggingsadviezen op

de Nederlandse aandelenmarkt van 1995 tot 2013, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie 2014, nr 11, p. 458-465.

- 8 Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2015, te vinden op de website EUR-Lex.
- 9 Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016, te vinden op de website EUR-Lex.