

Beleidsregel met betrekking tot de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen

Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-03 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen

12 december 2006

Wettelijk kader

Ten aanzien van de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen is het beleid van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) reeds in een eerder stadium bekend gemaakt¹. Deze beleidsregel kan worden aangemerkt als een technische en beleidsneutrale omzetting in het kader van de Wft en is vastgesteld door middel van het Besluit tot vaststelling van beleidsregels in het kader van de Wet op het financieel toezicht van 12 december 2006.

In deze beleidsregel geeft de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) haar uitgangspunten en nadere richtlijnen weer met betrekking tot de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen.

De beleidsregel geeft met betrekking tot analistenrapporten een nadere uitwerking van de door de instellingen in het kader van de artikelen 6:21 en 6:22 van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Nrgfo) te treffen maatregelen inzake de structurering van de beleggingsonderneming ter voorkoming van belangenconflicten. De door de beleggingsondernemingen te treffen maatregelen ter uitvoering van de in deze beleidsregel opgenomen richtlijnen, worden door de AFM geacht deel uit te maken van de maatregelen bedoeld in artikel 6:21 Nrgfo en hebben uit dien hoofde een verplichtend karakter. Daarnaast wordt de opvatting van de AFM over het mogelijk strafwaardig karakter van de benutting van analistenrapporten nader gespecificeerd.

De uitgangspunten en richtlijnen hebben tot doel om met betrekking tot het ondernemen van de activiteiten van onderzoek, het opstellen van onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen, binnen de financiële sector (de schijn van) het gebruik van voorwetenschap (waaronder fronttrunning), marktmanipulatie en van belangenverstremming te voorkomen. Daarmee zijn de uitgangspunten en richtlijnen een belangrijk middel ter bevordering op de financiële markten van een ordelijk en transparant marktproces, een zuivere verhouding tussen marktpartijen en de bescherming

van de consument. De beleidsregel geeft zowel per aspect (onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen) als met betrekking tot de mogelijke combinaties van deze aspecten nadere invulling aan dan wel uitleg van de betrokken regelgeving. De onderzoeken en analyses kunnen in principe elk economisch terrein betreffen, essentieel is slechts of er onderzoeksbevindingen uit voortkomen die een reactie op de koers van financiële instrumenten zouden kunnen bewerkstelligen. Beoogd is met algemene richtlijnen zoveel mogelijk concrete situaties die zich kunnen voordoen in de markt af te dekken. Uit de aard der zaak kunnen echter niet alle situaties eenduidig gekwalificeerd worden. In die gevallen zal door middel van interpretatie van aard en doelstelling van de regelgeving en de beleidsregel bepaald moeten worden welke wijze van handelen geboden is en kan indien wenselijk afstemming plaatsvinden met de AFM.

Dit is een beleidsregel als bedoeld in artikel 1:3, vierde lid, van de Algemene wet bestuursrecht (Awb). De bevoegdheid van de AFM tot het vaststellen van deze beleidsregel is gebaseerd op artikel 4:81, eerste lid, Awb.

Beleidsregel

1. Onderzoek

De research afdeling van een beleggingsonderneming wordt in het kader van de structurering van de beleggingsonderneming geregeld in de artikelen 6:21 en 6:22 Nrgfo. De beleggingsonderneming moet op grond daarvan alle maatregelen treffen die nodig zijn voor een onafhankelijk marktoptreden met betrekking tot de research afdeling alsmede ter vermindering van de verspreiding van de onderzoeksinformatie buiten de kring van personen die daarover uit hoofde van hun werkzaamheden in de beleggingsonderneming beschikken. De toelichting bij artikel 6:22 Nrgfo verduidelijkt dat het onderscheiden van de researchactiviteit als separate activiteit in het kader van de artikelen 6:21 en 6:22 beoogt 'dat maatregelen worden getroffen teneinde te waarborgen dat research onafhankelijk plaatsvindt, dat wil zeggen niet gestuurd wordt of kan worden door andere (effecten) activiteiten van de instelling in kwestie, bijvoorbeeld een sturing ten behoeve van ingenomen effectenposities, op handen zijnde emissie-activiteiten, enzovoorts'.

De maatregelen zijn hier met name nodig om de risico's van belangenverstremming te voorkomen.

2. Onderzoeksrapporten, publicaties en advisering

Indien het onafhankelijke onderzoek tot bruikbare informatie leidt die samengegesteld is uit openbare informatie met betrekking tot de onderneming, is er geen sprake van voorwetenschap als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid Wft. Het enkele feit dat openbare gegevens subjectief worden geselecteerd, geïnterpreteerd en geanalyseerd en/of samengevoegd in de vorm van een rapport, levert geen voorwetenschap op. Voorts zal in de regel in het geval van een analistenrapport geen sprake zijn van voorwetenschap indien uitsluitend gebruik wordt gemaakt van openbare informatie. Hetzelfde geldt niet noodzakelijkerwijs voor de conclusies of aanbevelingen die het rapport aan de analyses verbindt, namelijk in de situatie dat aan de conclusies of aanbevelingen gelet op hun aard of strekking een zelfstandige betekenis moet worden toegekend. In dat laatste geval kan niet worden uitgesloten dat de rechter in omstandigheden zou kunnen concluderen dat er sprake is van voorwetenschap als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid Wft vanwege bekendheid met informatie omtrent de handel in de financiële instrumenten. Hierbij kunnen twee situaties worden onderscheiden:

2.1. de conclusies of aanbevelingen uit het rapport worden niet openbaar gemaakt

a. Er is geen sprake van voorwetenschap; het enkele feit dat openbare gegevens subjectief worden geselecteerd, geïnterpreteerd en, geanalyseerd en/of samengevoegd levert geen voorwetenschap op.

b. In dit geval staat het de instelling vrij haar bevindingen bij haar eigen transactie-beslissingen te betrekken alsmede om deze in beperkte kring te verspreiden, zoals bij de individuele advisering van cliënten (in house en extern²). Cliënten kunnen vanzelfsprekend deze informatie onbeperkt gebruiken.

c. Het is in dit geval ook toegestaan om te anticiperen op toekomstige vraag als gevolg van deze op basis van de binenshuis ontwikkelde inzichten ten aanzien van het koersverloop van financiële instrumenten gegeven individuele adviezen. Wel wordt in dit verband verwezen naar de artikelen 6:3 en 6:5 Nrgfo. Artikel 6:3 Nrgfo verplicht de

instelling om aan de cliënt (schriftelijk) informatie te verstrekken over bestaande of potentiële belangentegenstellingen. Artikel 6:5 Nrgfo daarenboven verplicht de instelling in de effectennota aan te geven in welke hoedanigheid de beleggingsonderneming optreedt, als 'principal' of als 'agent'. De toelichting stelt: 'teneinde de informatie zo overzichtelijk mogelijk te presenteren wordt geadviseerd de volgende terminologie te hanteren: "aan u verkocht/van u gekocht" (de beleggingsonderneming treedt op als principal); "voor u gekocht/verkocht" (de beleggingsonderneming treedt op als agent)'.

2.2. de conclusies of aanbevelingen uit het rapport³ worden wel openbaar gemaakt.

Essentieel is in dit geval of de beleggingsonderneming weet of had behoren te weten, dat de publicatie van de onderzoeksbevindingen, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten. Ook hier kunnen zich twee situaties voordoen:

2.2.1. De beleggingsonderneming mag redelijkerwijs veronderstellen dat de publicatie van de onderzoeksbevindingen, naar verwachting geen invloed zal hebben op de koers van de financiële instrumenten.

a. Er is geen sprake van voorwetenschap; aan het wettelijke vereiste dat openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten is immers niet voldaan.

b. In dit geval gelden eveneens de onder 2.1., sub b en c, gestelde conclusies.

2.2.2. De beleggingsonderneming weet of had redelijkerwijs behoren te weten dat de publicatie van de onderzoeksbevindingen, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten. Naar de opvatting van de AFM zijn daarbij onder meer relevant de ervaringen in het verleden, de aard en de vorm van de publicatie, de reputatie van de gene die publiceert en de omstandigheden waaronder wordt gepubliceerd. Van belang is daarbij in aanmerking te nemen of tengevolge van de hierboven gestelde feiten en omstandigheden verondersteld behoort te worden dat degenen die kennis nemen van het openbaar gemaakte rapport c.q. de conclusies of aanbevelingen daarin een vergelijkbaar bijzonder belang aan de publicatie zullen hechten als degenen die uit hoofde van hun werkzaamheden in de beleggingsonderneming reeds kennis hebben van de onderzoeksbevindingen. De bekendheid met informatie omtrent de

handel betreft in gevallen als deze het voorspelbare belang dat latere beleggers aan de openbaarmaking zullen hechten en heeft derhalve geen betrekking op het analistenrapport als zodanig.

a. Om de schijn van voorwetenschap te vermijden, hecht de AFM in dit geval een groot belang aan de in de artikelen 6:21 en 6:22 Nrgfo opgenomen verplichting dat vermeden moet worden dat de onderzoeksinformatie buiten de kring van personen die daarover uit hoofde van hun werkzaamheden in de beleggingsonderneming beschikken verspreid wordt. De toelichting bij artikel 6:22 Nrgfo stelt dat 'de gescheiden behandeling van de research-activiteiten beoogt te voorkomen dat ter zake van transacties in financiële instrumenten vooruit gelopen wordt op een publicatie van researchbevindingen (voor zover deze los staan van de dagelijkse advisering aan cliënten en de handelaren). Niet uitgesloten is immers dat deze publicatie invloed zal hebben op de koersvorming van de in het onderzoek betrokken effecten'. Met name hier zijn de risico's van marktmanipulatie, front running en belangenverstremgeling te groot, en dient het optreden van belangenverstremgelingen alsmede het optreden van de schijn van belangenverstremgeling en gebruik van voorwetenschap vermeden te worden. De integriteit van de effectenmarkt staat hier op het spel. Het is in dit geval dan ook niet toegestaan om te anticiperen op toekomstige vraag die als gevolg van de publicatie van de onderzoeksbevindingen verwacht wordt.

b. In deze situatie is dit temeer van belang omdat hier sprake kan zijn van voorwetenschap, aangezien in een dergelijk concreet geval het niet kan worden uitgesloten dat de rechter, afhankelijk van zijn waardering van de omstandigheden van dat geval, oordeelt dat sprake is van een bekendheid met informatie omtrent de handel in financiële instrumenten indien tussen de openbaarmaking van het rapport en de daaruit voortvloeiende handel een zodanig rechtstreeks en voorspelbaar verband bestaat dat in voldoende mate vaststaat dat het advies tot transacties zal leiden (namelijk de wetenschap dat de onderzoeksbevindingen gepubliceerd zullen worden en dientengevolge tot een orderstroom en koersbeweging in het betrokken financieel instrument zou kunnen leiden), die niet openbaar is gemaakt (het gegeven dat gepubliceerd gaat worden en de publicatie zelf zijn nog niet openbaar gemaakt) en waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten (men weet of had behoren te weten dat een koerseffect redelijkerwijs verwacht kan worden). In die situatie zal in

elk geval sprake zijn van de schijn van voorwetenschap.

c. In dit geval staat het de instelling niet vrij haar bevindingen bij haar eigen transactiebeslissingen te betrekken. Ook het in beperkte kring vooraf verspreiden van de te publiceren informatie, zoals bij de individuele advisering van een selecte groep cliënten (in house en extern), is niet toegestaan. Met betrekking tot cliënten die de informatie in dit geval toch ontvangen (de instelling handelt daarmee strafbaar en onzorgvuldig naar de cliënt), geldt dat indien zij op basis van deze informatie transacties in financiële instrumenten bewerkstelligen, voor het antwoord op de vraag of sprake is van gebruik van voorwetenschap, bepalend zal zijn of de cliënt wist of had kunnen weten dat de betrokken informatie voorwetenschap bevat.

Voor zover in deze notitie beperkingen worden gesteld aan het gebruik van analistenrapporten, hebben deze betrekking op het gebruik daarvan in de fase voorafgaand aan een openbaarmaking. In bovenomschreven omstandigheden dient een instelling te kiezen: of openbaar maken of slechts voor eigen gebruik of ten behoeve van de advisering van cliënten. Ten aanzien van analyses die niet openbaar worden gemaakt, stelt deze beleidsregel ook geen beperkingen.

Slotbepalingen

De bekendmaking van deze beleidsregel geschiedt door publicatie in de Staatscourant.

De beleidsregel treedt in werking op 1 januari 2007.

Deze beleidsregel wordt aangehaald als Beleidsregel positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen.

Amsterdam, 12 december 2006.

*Bestuurslid,
A.W. Kist.
Bestuurslid,
P.M. Koster.*

¹ Beleidsnotitie van de Stichting Toezicht Effectenverkeer met betrekking tot de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995.

² Het betreft hier bijvoorbeeld de dagelijkse analistenrapporten voor de advisering aan cliënten en de eigen handelen.

³ Hierbij moet tevens worden gedacht aan het geval dat een persoon of instelling een publieke uitspraak gaat doen die een aanbeveling inhoudt en de beleggingsonderneming hier van tevoren van op de hoogte zou zijn. Voor onder toezicht staande beleggingsondernemingen gelden de prudentiële bepalingen dan onverkort.