

Het onderhouden van selectieve contacten door beursvennootschappen: een pleidooi voor verscherpte dijkbewaking

102

In *Het Financieele Dagblad* van 3 mei 2011 was een bericht te lezen dat institutionele beleggers en analisten met regelmaat koersgevoelige informatie toegespeeld krijgen in selectieve contacten die zij met beursvennootschappen plegen te onderhouden. Dit zorgwekkende bericht was geba-

1 Zie RSM Global Analyst and Investor Survey, *Material information in one-on-ones*, mei 2011 (te downloaden via <www.rsm.nl>). Het onderzoek kent overigens een beperkte opzet. Het is vooral interessant omdat institutionele beleggers en analisten wereldwijd geraadpleegd zijn. De deelname van 400 respondenten aan het onderzoek geeft een zeker gezag aan het onderzoeksresultaat.

seerd op een door de Erasmus Universiteit (Rotterdam School of Management) in samenwerking met PwC uitgevoerd onderzoek.¹ Het onderzoek wees uit dat bijna de helft van 400 respondenten (wereldwijd) het min of meer eens was met de stelling dat er tijdens deze selectieve contacten koersgevoelige informatie wordt verstrekt.² De AFM meldde desgevraagd in een reactie op het onderzoek het percentage van 47% 'extreem hoog' te vinden, maar desondanks geen reden te zien de wettelijke regels rondom selectieve contacten opnieuw onder de loep te nemen. De VEB achtte het niet aanvaardbaar dat er bij selectieve contacten koersgevoelige informatie over tafel gaat. 'Het gaat ten koste van het gelijke speelveld en is in strijd met de belangen van vooral kleinere aandeelhouders, die dit soort contacten niet kunnen hebben. Ondernemingen moeten dus veel meer doen om te waarborgen dat er geen koersgevoelige informatie lekt tijdens dit soort gesprekken', aldus de directeur van de VEB.³

Om een reeks van redenen worden selectieve contacten door beursvennootschappen onderhouden. Het RSM-onderzoek brengt hierin geen onderscheid aan. Soms staan deze contacten in het teken van informatieverzorging aan institutionele beleggers en analisten, veelal direct volgend op de openbaarmaking van periodieke financiële informatie. Tijdens die contacten wordt de openbaar gemaakte informatie van een nadere toelichting of verdieping voorzien en wordt een antwoord gegeven op vragen van deelnemers aan die bijeenkomsten. Een andere keer kunnen bijzondere redenen aangevoerd worden voor het onderhouden van selectieve contacten, zoals het bestaan van bepaalde meningsverschillen die vanwege de afbreukrisico's beter niet publiekelijk aan de orde gesteld kunnen worden of het bespreken van gecompliceerde(re) vraagstukken over bijvoorbeeld risicobeheer of beloning van bestuurders. Ook valt te denken aan het polsen van (groot)aandeelhouders indien een beursvennootschap voornemens is een transactie te verrichten waarvoor goedkeuring van de algemene vergadering is vereist of indien een belangrijke strategische beslissing dient te worden genomen. In dat geval is het zelfs toegestaan om – onder strikte voorwaarden – bepaalde koersgevoelige informatie (in wettelijke termen: voorwetenschap) uit te wisselen.⁴

2 Heel precies rapporteren de onderzoekers mijns inziens niet. Als *main finding* van het onderzoek wordt gemeld dat 47% van de respondenten gezegd zou hebben dat zij koersgevoelige informatie tijdens selectieve contacten hebben ontvangen. Dat lijkt mij toch iets anders dan het onderwerp dat in de onderzoeksvraag wordt aangesneden, inhoudende de respondenten het min of meer eens zijn met een stelling van die strekking.

3 Zie eveneens *Het Financieele Dagblad* 3 mei 2011 ('Vaak koersgevoelige informatie in een-op-eengesprekken met beleggers') voor deze reacties.

4 Zie hiervoor art. 3 Besluit marktmissbruik Wft en de daarbij behorende nota van toelichting (*Stb.* 2006, 510).

Onloochenbaar lijkt mij dat selectieve contacten een nuttig middel kunnen zijn voor het voeren van een alom wenselijk geachte constructieve dialoog met het aandeelhoudersbestand.⁵ Ook het RSM-onderzoek stelt de oorbaarheid van selectieve contacten niet ter discussie. Die selectieve contacten zijn inmiddels een *fact of corporate life* geworden en die zullen niet meer een-twee-drie uit te bannen zijn. Dege- nen die het gelijkheidsbeginsel bij het naleven van informatieverplichtingen hoog in het vaandel hebben, rest niets anders dan – in het voetspoor van de oratie van Eisma⁶ – te bepleiten dat met compenserende maatregelen de nadelige gevolgen van die contacten zo veel als mogelijk worden ondervangen.

Dat beursvennootschappen maatregelen moeten nemen om het verstrekken van koersgevoelige informatie aan een of meer marktpartijen zo veel als mogelijk te voorkomen, houdt uiteraard verband met het feit dat het fenomeen van selectieve contacten – eufemistisch uitgedrukt – niet onbedenklijk is tegen de achtergrond van de wettelijke regeling ter preventie van marktmisbruik en het gelijkheidsbeginsel waaraan in de effectenmarkten een fundamentele betekenis moet worden toegekend.⁷ In mijn recent verdedigde proefschrift heb ik uiteengezet welke maatregelen beursvennootschappen in dit verband zouden kunnen nemen.⁸ Genoemd zijn:

1. het van tevoren screenen van gespreksonderwerpen op mogelijke koersgevoeligheid;
2. een door beursvennootschappen op te stellen beleid op hoofdlijnen inzake selectieve contacten;
3. de aanwezigheid van een analist tijdens de selectieve contacten;
4. het bieden van transparantie en het afleggen van verantwoording over de onderhouden selectieve contacten; en
5. een verdere verbetering van de kwaliteit van de informatievoorziening aan de effectenmarkt naar aanleiding van de onderhouden selectieve contacten.

In het RSM-onderzoek wordt gemeld dat ongeveer de helft van de respondenten pleitbezorger is van meer transparantie over selectieve contacten als oplossing voor de problemen die als gevolg van selectieve contacten ontstaan. Meer openheid zou dan moeten worden betracht over de vraag met wie en wanneer selectieve contacten plaatsvinden. In nationaal verband kan gewezen worden op een aanbeveling van de Monitoring Commissie, die inmiddels als best practice-bepaling IV.3.13 in de Corporate Governance Code is opgenomen. Die bepaling luidt: 'De vennootschap formu-

leert een beleid op hoofdlijnen inzake bilaterale contacten met aandeelhouders en publiceert dit beleid op haar website.' Nagelaten is te verduidelijken aan welke voorwaarden dit beleid zou moeten voldoen en welke onderwerpen dit beleid zou kunnen omvatten. Niet onvermeld mag hier blijven dat de Monitoring Commissie in een eerder stadium heeft aangegeven dat het door haar aanbevolen 'beleid op hoofdlijnen' gericht zou moeten zijn op het verduidelijken van de procedure die beursvennootschappen bij het onderhouden van dergelijke selectieve contacten hanteren. Zo zouden marktpartijen in staat gesteld worden hun gedrag daarop af te stemmen. De Monitoring Commissie stelde:

'De onderneming zou onder meer kunnen verduidelijken of zij dergelijke contacten onderhoudt, of zij zich daarin actief dan wel passief opstelt (benadert de vennootschap aandeelhouders of laat zij zich benaderen), op welke aandeelhouders zij zich richt, in welke periode van het jaar zij bereid is dergelijke gesprekken te voeren en of zij dergelijke gesprekken al dan niet uitsluitend wil voeren in aanwezigheid van analisten.'⁹

Met deze bepaling wordt beoogd een mogelijke spanning weg te nemen tussen het onderhouden van selectieve contacten met aandeelhouders en het gevaar van marktmisbruik. Mijns inziens mag worden betwijfeld of van naleving van deze bepaling daadwerkelijk de heilzame werking uitgaat die daarvan kennelijk wordt verwacht. Het bieden van transparantie over selectieve contacten door het formuleren van een 'beleid op hoofdlijnen' zal namelijk geen inzicht bieden in de frequentie en de timing van de selectieve contacten, de criteria die door beursvennootschappen worden aangelegd voor het bepalen van de kring van aandeelhouders waarmee deze contacten worden onderhouden en de inhoud van de tijdens de selectieve contacten aan aandeelhouders verstrekte informatie.¹⁰ De Monitoring Commissie (in een inmiddels gewijzigde samenstelling) heeft zich inmiddels bij deze kritiek aangesloten. Zo stelt de Monitoring Commissie:

'De Monitoring Commissie meent dat het aannemelijk is dat best practice bepaling IV.3.13 de geconstateerde spanning en de daarmee gepaard gaande onduidelijkheid niet zal wegnemen. De Commissie meent voorts dat het verder stimuleren van de dialoog tussen de vennootschap en aandeelhouders, ook via de wetgeving, deze spanning nog urgenter maakt.'¹¹

Onlangs heeft de Monitoring Commissie in haar tweede voortgangsrapport gesignaleerd dat deze best practice-be-

5 Zie ook Kemna & Van de Loo, *Rol institutionele beleggers in relatie tot bestuur en commissarissen. Een driehoeksverkenning*, oktober 2009 (te downloaden via <www.eumedion.nl>). De sublimatie van betrokken aandeelhouderschap is te vinden in de tegeltjeswijsheid van Frederik van Beuningen (Teslin): 'Het is 365 dagen per jaar AvA.' Zie *Het Financieel Dagblad* 1 juli 2011 ('Beknotting en betrokkenheid bij aandeelhoudersvergaderingen van smallcaps').

6 Zie Eisma, *Investor relations* (oratie Leiden) 1998.

7 Zie daarover uitgebreid Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 505 e.v. met verdere literatuurverwijzingen.

8 Hoff, a.w., p. 590 e.v.

9 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance, *Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code*, mei 2007, par. IV.3.

10 Zie voor deze kritiek: Hoff, 'Implementatiewetvoorstel Transparantierichtlijn nadert moeizaam zijn voltooiing', *Ondernemingsrecht* 2008/23, p. 84 (afl. 2).

11 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Eerste rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, december 2009, p. 69.

paling een van de minst nageleefde bepalingen uit de Corporate Governance Code is.¹²

Het RSM-onderzoek legt bloot dat tijdens selectieve contacten met regelmaat koersgevoelige informatie met institutionele beleggers en analisten wordt uitgewisseld. De beursvennootschap is hierdoor in overtreding: zij overtreedt zowel de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft) als het tipverbod (art. 5:57 Wft). De openbaarmakingsplicht wordt overtreden, omdat de beursvennootschap heeft nagelaten koersgevoelige informatie openbaar te maken langs de daarvoor voorgeschreven kanalen (art. 5:25m Wft). Die kanalen zijn: de uitgifte van een persbericht, plaatsing van het bericht op de *corporate website* van de beursvennootschap en het verzenden van het bericht naar de AFM, zodat het bericht in het door de AFM aangehouden openbaar register kan worden opgenomen. Het tipverbod wordt door de beursvennootschap overtreden, omdat niet gezegd kan worden dat het verstrekken van koersgevoelige informatie – buiten de (in het Besluit marktmisbruik Wft niet-limitatief opgesomde) toegestane uitzonderingsgevallen – geschiedt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Uitwisseling van koersgevoelige informatie impliceert trouwens natuurlijk nog niet dat ook op basis van deze informatie door institutionele beleggers wordt gehandeld (hetgeen een overtreding zou opleveren van het transactieverbod van art. 5:56 Wft) of dat beleggingsaanbevelingen door analisten aan derden worden gegeven (hetgeen een overtreding zou opleveren van het tipverbod van art. 5:57 Wft).¹³

In het RSM-onderzoek wordt nog gewag gemaakt van de wens van institutionele beleggers en analisten om persoonlijk contact te onderhouden met het bestuur van beursvennootschappen, 'particularly because they can look management in the eye and pick up non-verbal signs'. Ook hier ligt het gevaar van marktmisbruik op de loer indien en zodra de signalen concreet genoeg zijn en een bepaalde vorm van voorwetenschap – een overname of winstwaarschuwing – kunnen onthullen (art. 5:57 Wft). Ook een *game of winks and nods* zal een overtreding van het tipverbod kunnen op-

leveren, hoe moeilijk dat ook te bewijzen zal zijn als niemand kan meekijken.¹⁴

Bij het RSM-onderzoek is overigens nog wel een kritische kanttekening te plaatsen. Het onderzoek vermeldt dat in de USA meer succes geboekt zou worden met het bestrijden van de negatieve gevolgen die aan het onderhouden van selectieve contacten kunnen zijn verbonden. Zo zou in de USA slechts 39% van de respondenten oordelen dat koersgevoelige informatie tijdens selectieve contacten wordt uitgewisseld. De verklaring die daarvoor in het onderzoek wordt gegeven, luidt dat in de USA strikte regels bestaan voor het selectief verstrekken van koersgevoelige informatie. Het is mijns inziens nog steeds een hardnekkig misverstand dat de federale effectenwetgeving van de USA in vergelijking met het Europese regime in dit opzicht strenger zou zijn. Toegegeven moet worden dat in de USA sinds ultimo 2000 *Regulation Fair Disclosure* (FD) geldt, die specifiek op het door beursvennootschappen onderhouden van selectieve contacten toegesneden regelgeving kent.¹⁵ Kort gezegd houdt die regelgeving in dat een beursvennootschap in het geval van een *intentional disclosure* van *material information* verplicht is om die informatie openbaar te maken, en wel *simultaneously* met de selectieve informatieverstrekking. In het geval van een *non-intentional disclosure* – bijvoorbeeld bij een ongelukkige verspreking – is de beursvennootschap verplicht dat *promptly* na de selectieve openbaarmaking te doen.¹⁶ Naar mijn oordeel is aan *Regulation FD* geen meerwaarde verbonden ten opzichte van een in het Europese regime sinds 1979 alreeds voor beursvennootschappen geldende doorlopende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.¹⁷ Daaronder versta ik een permanente verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken indien en zodra de beursvennootschap met deze informatie bekend wordt. Een dergelijke algemene openbaarmakingsplicht is ontkoppeld van het specifieke geval dat selectieve contacten worden onderhouden (en waarbij dan ook nog eens koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld) en heeft daardoor een veel ruimer toepassingsbereik.¹⁸

Ook in een ander opzicht kan niet worden volgehouden dat de federale effectenwetgeving van de USA strengere regels zou kennen. Zo sluit de uitleg die de *U.S. Supreme Court* in een aantal *landmark decisions* heeft gegeven van het begrip

12 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Tweede rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, december 2010, p. 14 en 53. In totaal leven 43 van de 101 beursvennootschappen deze bepaling niet na, in het bijzonder de AMX en lokale fondsen.

13 Men hoede zich voor het misverstand te denken dat het analisten vrij zou staan beleggingsaanbevelingen te geven zolang zij in hun rapporten maar niet schrijven over de van de beursvennootschap ontvangen voorwetenschap. De analist is in dit geval over voorwetenschap komen te beschikken en hij mag alsdan een derde niet meer aanbevelen of ertoe aanzetten transacties te verrichten in door de beursvennootschap uitgegeven financiële instrumenten (art. 5:57 lid 1 onderdeel b Wft). En dat is nu net de kern van de werkzaamheid van analisten.

14 Een onthutsend relaas over de communicatie tussen beursvennootschappen in de telecomindustrie en analisten in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw is te vinden in: Reingold, *Confessions of a Wall Street analyst. A true story of insider information and corruption in the stock market*, New York: Collins 2006. Reingold – destijds een van de toonaangevende telecomanalisten – beschrijft onder meer de gevestigde marktpraktijk die inhield dat beursvennootschappen analisten gidsten naar het niveau van de resultaten van de onderneming, namelijk door – kinderlijker kan het bijna niet – warm(er) of koud(er) signalen af te geven op gissingen van analisten.

15 Ik vermeld hier nog dat de reden dat *Regulation FD* is uitgevaardigd nu juist was dat de federale effectenwetgeving van de USA – wonderlijk genoeg – geen *general duty to disclose material information* kent. Zie hiervoor uitgebreider: Hoff, a.w., p. 512-520.

16 Zie par. 243.100(a) van *Regulation FD*.

17 Ik wijs op art. 4 lid 2 en de daarbij behorende schema's van Richtlijn 79/279/EEG van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (*PbEG* 1979, L 66). In de schema's is de voor beursvennootschappen geldende openbaarmakingsplicht te vinden, die sinds 1983 is opgenomen in art. 28h (aandelen) en 34f (obligaties) van het Fondsenreglement van de Amsterdamse Effectenbeurs.

18 Het is ook om die reden dat de samenloop in ons regime van een algemene openbaarmakingsplicht (vgl. art. 5:25i lid 2 Wft) en een bijzondere openbaarmakingsplicht die specifiek is toegesneden op selectieve contacten (vgl. art. 5:25i lid 5 Wft) wonderlijke neveneffecten heeft. Zie daarover Hoff, a.w., p. 520-526.

material information naadloos aan op het fenomeen van 'de redelijk handelende belegger' dat in de Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG is geïntroduceerd ter invulling van het koersgevoelheidsvereiste.¹⁹ Als men bovendien met mij aanneemt dat hiermee een correcte en volledige invulling is gegeven aan de in de Richtlijn marktmisbruik voorkomende eis van 'aanzienlijke invloed' van openbaarmaking van informatie op de beurskoers, dan zal informatie niet eerder in de USA als *material information* kwalificeren dan in Europa als koersgevoelige informatie.

Het zorgwekkende onderzoeksresultaat is voor mij aanleiding een lans te breken voor het doen van verder onderzoek naar het fenomeen van selectieve contacten alsook voor het serieus in overweging nemen van rigoureuze (wetgevende) maatregelen. Bij voorkeur zou dit soort maatregelen dan wel op Europees niveau getroffen moeten worden, wil voorkomen worden dat het *level playing field* voor marktpartijen wordt verstoord doordat in nationaal verband eenzijdig maatregelen worden genomen. De door de Europese Commissie in het vooruitzicht gestelde wijziging van de Richtlijn marktmisbruik, waarnaar door de markt al lange tijd wordt uitgekeken, biedt daarvoor een bij uitstek goede gelegenheid.²⁰

Thematisch onderzoek selectieve contacten

In de eerste plaats lijkt het mij wenselijk dat de AFM een thematisch onderzoek uitvoert naar de marktpraktijken rond selectieve contacten.²¹ Een dergelijk onderzoek kan de AFM op basis van trends of signalen uit de markt gelijktijdig instellen bij meerdere beursvennootschappen. Op deze wijze ontstaat er meer zicht op hetgeen tijdens selectieve contacten gebeurt, de voorbereidingen die daarvoor door partijen over en weer worden getroffen, de zaken die daar zoal worden besproken en de informatie die daarover wordt uitgewisseld. Aan de hand van een dergelijk onderzoek is het wellicht mogelijk om nog preciezer in kaart te brengen waar de grens ligt van wat nog wel en wat niet meer tijdens die selectieve contacten besproken mag worden. Waar ligt die magische demarcatielijn als het gaat om uiterst koersgevoelige onderwerpen als strategie, dividendbeleid of wanneer door de beursvennootschap een nadere toelichting wordt gegeven op de bedrijfsresultaten zoals die onlangs openbaar zijn gemaakt?

Meer concreet bijvoorbeeld bestaat er mijns inziens aanleiding een onderzoek uit te voeren naar selectieve contacten die aan winstwaarschuwingen voorafgaan. Reden daarvoor is verontrustende berichtgeving daarover in de media. In die berichten wordt gewag gemaakt van het 'voormasseren' van marktpartijen door beursvennootschappen teneinde

heftige koersbewegingen te voorkomen.²² Ook blijkt soms op een verrassend openhartige manier tijdens selectieve contacten gesproken te worden over resultaatbepalende factoren.²³ Tot slot kan worden gewezen op de recent ontstane praktijk dat beursvennootschappen niet meer wachten op de publicatie van de 'marktconsensus' omtrent de winst- en omzetvooruitzichten door onafhankelijk opererende persbureaus als Bloomberg en Reuters, maar dat zij daarin zelf het initiatief nemen en marktpartijen daarover benaderen. Ook uit die niet altijd even neutrale benadering van marktpartijen valt voor de goede verstaander soms het nodige op te maken.

Opleggen van een transparantieverplichting

Een wetgevende maatregel waaraan in dit verband kan worden gedacht, is het opleggen van een transparantieverplichting aan marktpartijen die selectieve contacten onderhouden met beursvennootschappen. Op dezelfde gronden als een dergelijke transparantieverplichting op grond van de Richtlijn marktmisbruik is opgelegd aan onder meer bestuurders van beursvennootschappen, zouden marktpartijen verplicht kunnen worden hun transacties in het bewuste fonds te melden aan de AFM indien dergelijke transacties althans binnen een bepaalde periode – bijvoorbeeld te stellen op één of twee maanden na het selectieve contact – plaatsvinden (art. 5:60 Wft). De AFM neemt deze transacties dan vervolgens op in het openbaar register, dat via de website van de AFM is te raadplegen. Is een dergelijk temporeel verband tussen een selectief contact en een transactie niet aanwezig, dan bestaat er mijns inziens geen redelijke grond voor het opleggen van een dergelijke transparantieverplichting. Het gaat dan immers om geprivilegieerde handelsinformatie van beleggers, die – behoudens de meldingsverplichtingen op grond van hoofdstuk 5.3Wft (Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen) – niet openbaar gemaakt hoeft te worden. Op deze wijze weet elke marktpartij welke 'prijs' zij moet betalen als zij verkiest een selectief contact aan te knopen en een beursvennootschap daarin bewilligt. Een dergelijke maatregel is mijns inziens zeer wel te rechtvaardigen als preventieve maatregel tegen marktmisbruik.²⁴

Instellen van een handelsverbod

Als (een verdergaand) alternatief dan het opleggen van een transparantieverplichting zou ook gedacht kunnen worden aan het instellen van een handelsverbod gedurende een-

19 Zie Hoff, a.w., p. 45-51.

20 Zie daarvoor Hoff, 'Weer een consultatie over een herziening van de Richtlijn marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2010/103, p. 499-502 (afl. 12).

21 Thematische onderzoeken heeft de AFM al uitgevoerd op bijvoorbeeld het terrein van de financiële verslaggeving. Zie het *AFM Jaarverslag 2010*, p. 56-57.

22 Zie *Het Financieele Dagblad* 14 juli 2011 ('Winstwaarschuwing en onbegrip') en 15 juli 2011 ('Plotse koersbeweging vaak raadsel').

23 Zie *Het Financieele Dagblad* 2 juli 2011 ('Ook zonder concrete vooruitzichten is de winstwaarschuwing springlevend'). Zo lijkt een IR-professional het aanvaardbaar te vinden dat beursvennootschappen vrijelijk zouden mogen communiceren over de wijze waarop resultaten tot stand komen: 'Wat zijn de bouwstenen? Hoe werken de grondstoffenprijzen en consumentenbestedingen door in de eindcijfers? Heel kwantitatief allemaal. Weg van de hoofdlijnen, naar de divisies. Hoe meer informatie je geeft, hoe realistischer de voorspellingen van analisten.'

24 Zie hiervoor ook onder 26 van de considerans van de Richtlijn marktmisbruik.

zelfde periode van één of twee maanden nadat het selectieve contact heeft plaatsgevonden. In die bewuste periode zou het marktpartijen die een selectief contact hebben gehad in het geheel niet moeten worden toegestaan om enige transactie in het bewuste fonds te verrichten. Aan een dergelijke maatregel zou een wettelijke grondslag kunnen worden gegeven in art. 5:65 Wft, waarin een regeling voor het insiderreglement is opgenomen.²⁵

Sommigen zullen de door mij voorgestelde maatregelen wellicht te rigoureuus vinden. Aan het in deze actualiteit vermelde onderzoeksresultaat, waaruit blijkt dat het onderhouden van selectieve contacten met regelmaat leidt tot een ongeoorloofde uitwisseling van koersgevoelige informatie, kan echter niet stilzwijgend voorbij worden gegaan. Er is dus daadwerkelijk een probleem, dat bovendien verder uit de hand dreigt te lopen. Dat valt niet langer meer te ontkennen. Op zijn minst lijkt mij vereist dat de AFM de marktpraktijken aangaande selectieve contacten nauwkeurig in kaart brengt door middel van een thematisch onderzoek en daarover publiekelijk (in geanonimiseerde vorm) verslag uitbrengt. Met een dergelijk onderzoek is de effectenmarkt mijns inziens meer gebaat dan met het publiceren van weinigzeggende richtingaanwijzers.²⁶

G.T.J. Hoff
