

Financial Law Institute

Working Paper Series

*Virtuele financiële
dienstverlening: e-trading in
effecten*

Eddy WYMEERSCH

WP 2001-13

October 2001

*The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

<http://www.law.rug.ac.be/fli>

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2001

*Virtuele financiële dienstverlening:
e-trading in effecten*

Eddy WYMEERSCH

Abstract

Comments to the Author:

Eddy.Wymeersch@rug.ac.be

To be published in:

***Privaatrecht in de reële en de virtuele wereld,
Post-Universitaire Cyclus Willy Delva, Kluwer, 2002***

Virtuele financiële dienstverlening: e-trading in effecten

E. Wymeersch

Buitengewoon hoogleraar, Instituut Financieel Recht

Universiteit Gent

1. De effecten van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen in de financiële markten is sinds vele jaren merkbaar. Deze ontwikkelingen hebben zich aanvankelijk vooral voorgedaan op het stuk van de verspreiding van de informatie, hoofdzakelijk de financiële informatie, later ook op het stuk van de verhandelings technieken. Deze laatste hebben op hun beurt een weerslag gehad op de structuur, de regulering en het toezicht van de markten.

In Europa zijn deze ontwikkelingen eerst laat op gang gekomen. Het is nuttig er op te wijzen dat het debat rond de verbinding van de markten door middel van elektronisch gestuurde communicatietechnieken in de V.S. dateert van het begin van de jaren zeventig, om uit te monden in 1975 in wat nog steeds bekend staat als het National Market System, zijnde een marktstructuur waarbij de diverse marktcentra - alle bestaande beurzen, Nasdaq en later de andere verhandelings systemen - met elkaar elektronisch verbonden zouden worden, zodanig dat de brokers en andere de tussenpersonen de meest gunstige prijsvoorwaarden konden opsporen voor de door hen uit te voeren orders¹. Meteen werd de eerste stappen gezet in de richting van de elektronisering van de informatiestromen, hetzij door een regulering te ontwikkelen voor de “information vendors” type Reuters, Bloomberg en anderen, hetzij door elektronische filing van gegevens bij de SEC toe te staan. Hieruit is dan het “Edgar” project ontstaan, in het kader waarvan de beursgenoteerde vennootschappen informatie ter kennis van de controleoverheid brengen op elektronische wijze, terwijl de bedoelde informatie van op afstand kan worden opgevraagd, vandaag de dag in het kader van een internet opvraging. De initiële bedoeling van “Edgar” bestond er in de “filings”, de reglementair opgelegde mededeling van gegevens langs elektronische weg mogelijk te maken.

In Europa is deze ontwikkeling veel trager op gang gekomen, grotendeels ten gevolge van de weigering van de beurzen om onderlinge communicatietechnieken af te spreken. Inmiddels is men in de volgende fase gekomen, met name deze van de fusie tussen de beurzen, gepaard gaande met een grondige herstructurering en vooral privatisering. De meeste Europese beurzen zijn privé vennootschappen geworden, waarvan de aandelen overigens op de eigen markt worden verhandeld. Gelijktijdig ondervinden de klassieke beurzen toenemende mededinging van de Alternative Trading Systems, een collectieve term voor andere organismen die de uitvoering van effectenorders verzekeren.

¹ Zie hierover het overzicht van National Market System, in W. WERNER, *Adventure in Social Control of Finance: the National Market System for Securities*, 75 Columbia L.R., 1233; zie onze studie over de “Reorganisatie van de Amerikaanse Effectenmarkten, het “National Market System” in WYMEERSCH, *De controle op de effectenmarkten in de Lid-Staten van de Europese Gemeenschap, Verzameling studies serie concurrentie – Harmonisatie van Wetgeving*, nr. 35, 1979, deel 3, 257 e.v.

De nieuwe perspectieven inzake marktorganisatie lopen parallel met een toenemend bewustzijn van de lacunes in het toezichtsapparaat. De samenwerking van de toezichtsorganen dient vervangen te worden door een sterker geïntegreerd centraal beleidsorgaan, met decentrale toepassing. Het schema dat onlangs werd voorgesteld door de Groep van Wijzen, voorgezeten door A. Lamfalussy, biedt een - voorlopig? - kader binnen hetwelk in de toekomst het toezicht op de markten kan worden geïntegreerd, en ontwikkeld². Inmiddels werden in uitvoering van het Lamfalussy schema de eerste uitvoeringsmaatregelen genomen: de twee comités die de reglementaire functie zullen belichamen werden geïnstalleerd. Het "Securities Committee" werd op 7 juni 2001 opgericht³ terwijl het Committee of European Securities Regulators⁴ (afgekort CESR, in het Engels als 'cesar' uitgesproken) zijn werkzaamheden heeft aangevat op dezelfde datum. Deze comités vinden hun grondslag in de Europese beslissing inzake comitologie⁵: de comités worden eerst werkzaam als regulerend comité nadat zij daartoe een opdracht hebben ontvangen in een door de Raad aangenomen richtlijn⁶.

2. Het is mede op de achtergrond van deze zich op het macro niveau bewegende ontwikkelingen dat hierna aandacht zal worden besteed aan de invloed die de elektronisering van het communicatiewezen voor gevolg heeft, of vermoedelijk zal hebben in het effectenwezen en die rechtstreeks de vennootschappen-emittenten, en de beleggers aanbelangen. Veel van deze ontwikkelingen zijn, althans in Europa, nog in een vroeg stadium van zowel ontplooiing als van regulering.

Vandaar dat voor sommige thema's in de eerste plaats de problematiek zal worden geschetst en soms eventuele oplossingen zullen worden aangegeven, vooral nu nog geen duidelijk reglementair of juridisch voorschrift voorligt. Vanzelfsprekend kunnen hier slechts enkele thema's aan de orde komen: de materie evolueert zeer snel en nieuwe technieken en vraagstukken zien wekelijks, zo al niet dagelijks het licht.

3. De vraagstukken zullen worden opgedeeld als volgt:

a) primaire markt: aanbieden van effecten via het Net

- uitgiftes via het net
- web advertising

b) secundaire markt: verhandeling van effecten via elektronische weg

- Bulletin Boards
- Alternative trading systems
- On Line broking - Day trading
- Chat corners - Discussion forums

² Zie Final report of the Committee of Wise men on the regulation of European Securities Markets, 15 februari 2001, zie Website www.europa.eu.int:comm/internal_market

³ C (2001) 1493, zie PB, L 191 17.07.2001, 45.

⁴ C (2001) 1501, zie PB, L191 13.07.2001, 43.

⁵ Besluit van de Raad van 28 juni 1999, PB, L. 184/23 van 17 juli 1999

⁶ De richtlijnen prospectus en marktmisbruik zullen dergelijke machtigingen bevatten. Zij worden thans voorbereid in het CESR

c) Toezichtsvragen.

a) De primaire markt: aanbiedingen van effecten via het Net

4. Uitgiftes via het net. In de buitenlandse praktijk blijken reeds heel wat gevallen voorgekomen te zijn waarbij vennootschappen nieuw kapitaal pogen aan te trekken door beleggers aan te zoeken om in te schrijven op hun aandelen, of op andere effecten. Theoretisch kan de vennootschap hiermede een ruimer publiek aanspreken. Belangrijker is evenwel dat de nieuwe effecten kunnen geplaatst worden zonder de tussenkomst van bankiers, zodat de vennootschap de nogal belangrijke plaatsings- en overnamecommissies kan vermijden. Nochtans zijn er ook aanzienlijke nadelen aan deze werkwijze verbonden: bij gebrek aan een georganiseerde structuur is het niet zo eenvoudig om een omvangrijk beleggerspubliek te bereiken. Bij gebrek aan verkoopsinspanning loopt de emissie het gevaar een lange plaatsingsperiode te kennen, waardoor de risico's voor de emittent aanzienlijk toenemen, terwijl hij geen zekerheid heeft over de opbrengst van de emissie te kunnen beschikken. Daarenboven dient een dergelijke emissie, om voor beleggers voldoende aantrekkelijk te zijn, tevens in de markt verhandeld te worden: een marktnotering zal zich opdringen en hiervoor is de tussenkomst van een bank of andere tussenpersoon in de regel onvermijdbaar.

De verdere ontwikkeling van deze emissietechnieken moet wellicht als "aanvullend" worden beschouwd: de afwezigheid van de contacten van de financiële instellingen met de beleggers, vooral met institutionele beleggers laat immers niet toe belangrijke aantallen effecten binnen een redelijke tijdspanne te plaatsen. Vandaar dat deze verhandelingsmethodes wellicht meer geschikt zijn voor plaatsen van doorlopend uitgegeven effecten, bij voorbeeld van Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB's, beveks bv.⁷) dan voor gewone aandelenbeleggingen. In de literatuur worden de voordelen ervan als beperkt ingeschat⁸. Al deze factoren verklaren waarom emissies via het net nog steeds tot de uitzonderingen behoren.

Het gebruik van nieuwe telecommunicatiemiddelen kan gezien worden als een bijkomend aanbiedingskanaal, naast of in de plaats van de bestaande. In die zin valt op dat de meeste vennootschappen die in België aandelen uitgeven, hun prospectus en andere gegevens nu reeds beschikbaar stellen op hun website. Deze evolutie valt sterk aan te moedigen. Immers, in het verleden bleek frequent dat gegevens betreffende een emissie niet, of enkel laattijdig beschikbaar waren. Prospectussen werden dikwijls in een beperkt aantal beschikbaar gesteld, en waren in de regionale bankzetels niet altijd goed consulteerbaar. Dit geldt temeer voor "beveks" en gelijkaardige instrumenten, die tot bijkomende regelmatige publicaties zijn gehouden. Hieraan komt nu gelukkig een einde.

De volgende vraag komt er reeds aan: dienen de prospectussen nog in geschreven vorm verspreid te worden? Een ontkennend antwoord zou de kostprijs van een emissie aanzienlijk kunnen drukken. Nochtans wordt hierop in de regel geantwoord dat zolang de meeste beleggers geen toegang hebben tot het internet de mededeling in gedrukte vorm noodzakelijk blijft. Het argument is niet zeer overtuigend: enerzijds zijn de gedrukte prospectussen nog minder beschikbaar,

⁷ De informatie betreffende de samenstelling van de portefeuille die aan de beleggers moet medegedeeld worden, is in de regel niet beschikbaar, tenzij met veel aandringen.

⁸ BLACK, Information Asymmetry, The Internet and Securities Offerings, working paper, 2 J. Small and Emerging Business Law, 91-99 [1998].

anderzijds hebben de meeste banken en raadgevers inzake beleggingen wel toegang tot het internet en kunnen zij het document wel ter beschikking stellen van hun klanten. Indien de overheid zich verder op de weg van de elektronische verspreiding zou begeven, dienen vanzelfsprekend waarborgen van tijdige verspreiding en authenticiteit bedongen te worden.

Wat geldt voor het prospectus, geldt a fortiori voor de andere gegevens die in de marge van de uitgifte bekend worden gemaakt. Hieronder behoren de rapporten van financiële analisten. Het is wenselijk dat deze op gelijkmatige wijze toegankelijk worden gemaakt voor alle beleggers.

Het toenemend gebruik van het internet als verspreidingsmiddel voor de financiële informatie mag niet beperkt blijven tot de prospectussen: het geheel van de door de vennootschap verspreide informatie zou op deze wijze beschikbaar moeten worden gesteld. Aldus zouden zowel de statuten, de jaarverslagen, de tussentijdse en de occasionele informatie, doch ook de talloze bijzondere verslagen die voorafgaand aan algemene vergaderingen worden bekendgemaakt, op deze wijze effectief toegankelijk kunnen worden gemaakt. Teneinde de vennootschappen een aanmoediging voor deze verspreidingsvorm te bieden, zou men minstens wat deze vennootschappen betreft, de verplichte bekendmaking op de griffie moeten opheffen, of vereenvoudigen, althans voor zover deze niet ook op elektronische wijze beschikbaar is gesteld.

De gevolgen van een dergelijk meer actief informatiebeleid heeft vergaande gevolgen: zij kunnen de interne werking van de vennootschap grondig wijzigen. Vergaderingen van raden van bestuur en van aandeelhouders worden nu reeds met video-conferencing gehouden. Aldus is de mogelijkheid de aandeelhouders geregeld te raadplegen betreffende belangrijke beleidsbeslissingen van aard de aansprakelijkheid van de bestuurders in een ander daglicht te plaatsen⁹.

5. Web advertising. Indien de emittent zich niet adresseert tot beleggers, doch er zich toe beperkt gegevens ter beschikking te stellen van alle geïnteresseerden die deze gegevens kunnen opvragen, zou men kunnen voorhouden dat hij geen openbaar aanbod doet, en derhalve niet onder de toepassing valt van de uitgiftereglementering. Een dergelijke houding wordt door de controleautoriteiten in de regel niet aanvaard.

In de regel grijpt een omkering van de bewijslast plaats: de adverteerder-emittent of financiële tussenpersoon zal duidelijk moeten maken dat het aanbod, of de boodschap in meer algemene termen niet gericht was tot de beleggers in het territorium van de toezichthouder. Vooral de Amerikaanse autoriteiten zijn hierin ver gegaan: zij willen Amerikaanse beleggers beschermen tegen sollicitaties die uitgaan van buitenlandse firma's die niet in de VS geregistreerde beleggingen aanbieden.

Daarom werden volgende criteria uitgewerkt die ook bij ons ingang hebben gevonden. Zij steunen op een grote overeenstemming met de regelen inzake publiciteit die men aantreft in internationale, of buitenlandse kranten. Deze publiciteit wordt geacht de lokale beleggers niet te raken als zij niet specifiek tot deze beleggers zijn gericht.

⁹ Voor verdere bijzonderheden, zie onze studie ICT and Company Law, in G. Ferrarini (Ed.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer International, 2002.

Enkele gebruikelijke criteria zijn de volgende: om te verzekeren dat een - Belgische of andere - emittent niet onderworpen zou worden aan de regulering in andere landen:

- geen contactadressen in de landen waar niet mag worden geadverteerd;
- geen gegevens in de munt van de landen waar niet mag worden aangeboden;
- disclaimers: voorafgaande melding dat de effecten niet worden aangeboden aan beleggers in bv. de VS. Wel is ook vereist dat de naleving van de regel kan worden aangetoond, bv. door voorlegging van de lijst van de belangstellenden;
- aanduiding van de landen waarop de informatie wel gericht wordt; eventueel afzonderlijke website per doelregio, bv. voor ICB's; aangepast taalgebruik;
- geen melding noch informatie van het fiscaal regime van het land waar niet mag worden geadverteerd, noch van de dubbelbelastingsverdragen met dat land en andere landen;
- het aanduiden, aan de hand van hyperlinks van sites waar gegevens kunnen worden bekomen die niet indruisen tegen bovenstaande richtlijnen.

De handhaving van deze voorschriften steunt op wederzijdse administratieve hulp, waarbij de toezichhouders elkaar bijstaan voor de beteugeling van inbreuken op hun nationale wetgeving.

b) De secundaire markt in effecten

6. De ontwikkeling van het Internet en van andere elektronische communicatietechnieken heeft aanleiding gegeven tot nieuwe vormen van verhandeling van effecten.

Deze technieken boren ten dele nieuwe markten aan; dit is het geval met de handel in niet-genoteerde effecten, waarvoor in de regel ook geen andere verhandelingsvormen aanwezig zijn¹⁰. Deze systemen staan bekend als de "bulletin boards", waar de vennootschap zelf, of derden met haar medewerking de belangstelling van koper en verkoper melden.

Daarnaast stelt men vast dat een aantal effectenhuizen parallel met de hoofdmarkt, verhandelingsystemen hebben ontwikkeld waar zij voor hun klanten betere prijsvoorwaarden aanbieden. Deze systemen staan bekend als PTS's of "proprietary trading systems". Een meer ontwikkelde vorm zijn de ATS of "Alternative Trading Systems", zijnde geautomatiseerde verhandelingsystemen die uitvoering van orders mogelijk maken in concurrentie met de hoofdmarkt.

7. Bulletin Boards zijn, zoals het woord aanduidt, berichten die door potentiële kopers en verkopers van effecten worden "posted" op een "bulletin board". Zij vermelden de belangrijkste gegevens ter identificatie, zodat de liefhebber in staat is met de adverteerder contact op te nemen. Op grond hiervan kan, na onderhandeling, een transactie tot stand komen. De verrichting komt tot stand buiten het informatiesysteem, op grond van rechtstreekse onderhandelingen tussen kandidaat koper en verkoper. Minstens in de buitenlandse systemen worden

¹⁰ Men denke b.v. aan de bijkomende veilingen in het Belgische systeem.

deze aankondigingen niet als een “aanbod” gekwalificeerd, en gaven zij dus geen aanleiding tot de toepassing van de uitgifte-reglementering. De vennootschap zelf is er niet bij betrokken. Wel wordt zij uitgevoerd in de boeken van de vennootschap: daartoe worden de aandelen geblokkeerd bij de bank, tot wanneer de rekening van de verkoper zal zijn gedebiteerd. In de VS is men van oordeel dat deze verkoopstechniek niet aan de wetgeving onderworpen is: de transacties komen rechtstreeks tot stand tussen koper en verkoper. De vennootschap is in de regel niet bij deze handel betrokken: zij mag dan ook enkel een passieve taak vervullen en geen vergoeding ontvangen van een van de partijen. Het feit dat de vennootschap de “bulletin board” ter beschikking stelt wordt niet als voldoende aanzien.

In de VS werd vastgesteld dat de betekenis van deze verhandelingsmethode beperkt was, dat slechts enkele initiatieven van de grond zijn gekomen, en dat het effect ervan hoofdzakelijk geweest is dat de spread - verschil tussen de bied- en laatkoersen - in Nasdaq-markt er door is afgenomen¹¹. Anderzijds is gebleken dat de verhandelingskosten vrij hoog oplopen: er is geen gestandaardiseerd “vereffeningssysteem” (“settlement”), en de kosten voor inschrijving in het vennootschapsregister lopen erg hoog op. Het gebrek aan transparantie in de markt wordt ook als een ernstig nadeel ervaren. Aangepaste regulering zou hieraan nochtans tegemoet kunnen komen.

8. Bulletin boards naar Belgisch recht. Naar Belgisch recht zou een dergelijke bulletin board vermoedelijk strenger beoordeeld moeten worden.

Weinig twijfel kan bestaan wanneer de effecten die aldus te koop worden aangeboden, in het kader van een uitgifteverrichting aan het publiek worden aangeboden. Dit zal dan in de regel als een “primaire uitgifte” aangeduid worden, zijnde een verrichting die door de emittent zelf op gang wordt gebracht.

Op grond van het KB van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen, in casu van uitgifteverrichtingen, staat de openbare aard van een uitgifteverrichting vast van zodra gebruik wordt gemaakt door de emittent van reclametechnieken, van welke aard ook, die gericht zijn tot meer dan 50 personen. Als reclamemiddel wordt beschouwd het verspreiden van informatie in de schrijvende pers of in al dan niet periodieke publicaties en het gebruik van radio, televisie of andere audiovisuele middelen¹². De voormelde bepaling heeft niet enkel betrekking op uitgifteverrichtingen. Luidens het hoofdstuk IV “Met een openbare uitgifte gelijkgestelde verrichtingen”, wordt met een openbare uitgifte gelijkgesteld

“elk voorstel of elke reclame, gericht tot meer dan 50 personen ... met als bedoeling informatie of raad te verstrekken of de vraag hiernaar uit te lokken in verband met al dan niet reeds gecreëerde effecten die het voorwerp uitmaken van een al dan niet openbare uitgifte of verhandeling, indien dit voorstel of deze reclame uitgaat van een persoon die rechtstreeks of onrechtstreeks vanwege de emittent een vergoeding of een voordeel ontvangt bij de verwezenlijking van deze uitgifteverrichting”.

De regel geldt ook voor verrichtingen die 250.000 Euro per belegging niet verschrijden. Boven dit bedrag geldt geen toezicht.

¹¹ COHEN, P.D., *Securities Trading Via the Internet*, [1999] J.B.L., 299.

¹² Art. 2, 3°, litt. A, KB 7 juli 1999.

Indien het gaat om voorheen uitgegeven effecten dient men de verrichting te toetsen aan het voorschriften van art. 2 van de wet van 6 april 1995 “inzake de secundaire markten...”. Luidens dit artikel dienen de beleggers in beginsel beroep te doen op de aangeduide in België gevestigde tussenpersonen voor hun transacties in financiële instrumenten die zijn opgenomen in een effectenbeurs. Niet in een effectenbeurs opgenomen instrumenten zijn van de verplichte tussenkomst van een beleggingsonderneming vrijgesteld. Deze vrijstelling geldt ook voor occasionele transacties tussen particulieren.

Hieruit kan men besluiten dat een “bulletin board” naar huidig Belgisch recht wellicht toelaatbaar kan worden geacht voor zover het om niet genoteerde, reeds voorheen uitgegeven effecten gaat. Indien het om een nieuwe uitgifte gaat, zal de uitgiftereglementering nageleefd moeten worden. Het valt aan te bevelen de meldingen in de aankondiging niet de rechtsvorm te geven van een aanbod. Hiermee sluit deze interpretatie aan bij de mening, die vroeger in de rechtspraak werd aanvaard betreffende de aankondigingen voor deelname aan een b.v.b.a.

9. Alternative Trading Systems (ATS). ATSs zijn verhandelings technieken die ontwikkeld worden door een of meer aangesloten effectenhandelaars - “brokers” - die voor hun cliënteel gunstiger executievoorwaarden voor de verhandeling van genoteerde effecten willen bekomen. Er zijn uiteenlopende systemen ontwikkeld: sommige hebben hoofdzakelijk tot doel de koop- en verkooporders die binnen een bepaalde beleggingsonderneming worden doorgegeven, tegen de beurskoers uit te wisselen. Hierdoor worden de kosten verbonden met de beurshandel aanzienlijk verminderd. Andere zijn alternatieve markten: zij bieden, naast de bestaande beurzen, aan hun aangesloten leden bieden laatkoersen aan. Een van deze, Instinet, is gespecialiseerd in grote orders van institutionele beleggers. Bedoeling is dat deze marktpartijen betere voorwaarden zouden kunnen krijgen, mede gelet op de omvang van hun orders. Andere systemen leggen de nadruk op de automatische executie van de orders: wanneer beleggers een (verkoop)order doorgeven, zal dit automatisch, zonder verdere menselijke tussenkomst worden uitgevoerd, tegen de uitstaande (koop)order in de markt. De tussenkomst van een broker die handelt ten behoeve van de belegger, is derhalve niet meer nodig. Hierdoor worden de kosten gedrukt, uitvoering geschiedt aan de marktprijs, ergens tussen de bied- en de laatkoers op de markt. Vanuit macro-oogpunt wordt dikwijls het verwijt gemaakt dat deze ATSs de hoofdmarkt ondermijnen: dit zou de bestaande koersvorming ondermijnen. Gezien de markt wordt gefragmenteerd zouden er liquiditeitstekorten kunnen uit voortvloeien. Openbaarmaking van de verwezenlijkte koersen, en van de uitstaande orders kan hier als oplossing worden overwogen.

Betreffende de vraag hoe deze verhandelings systemen in te schakelen zijn in het reglementair apparaat zijn verscheidende opvattingen in omloop. De kenmerken van het verhandelings systeem zijn daarbij doorslaggevend. Sommige van deze systemen worden eerder ontleed als een beleggingsonderneming, anderen als een alternatieve beurs. In de Verenigde Staten werd dit onderscheid vrij scherp getrokken. In 1998 heeft de SEC standpunt¹³ ingenomen en sommige van deze ATSs als “exchange” gecatalogiseerd. Dit impliceert dat zij aangepaste procedures moeten hebben, instaan voor de rapportering van de transacties, om, met het oog op het latere toezicht, opgenomen moeten worden in de gegevensstromen die in het kader van het National Market System worden verspreid, en tenslotte moeten instaan voor de marktintegriteit, voldoende uitvoeringscapaciteit moeten

¹³ SEC Release No. 34-40760a, Rule 17a – 4(b) (11), <http://www.sec.gov/rules/final/34400760a.htm>

waarborgen en opvangsystemen moeten beschikken in geval van onvoorziene voorvallen (contingency planning).

In België is de vraag eenmaal aan de orde geweest, met name bij de erkenning van het Market Trading System Belgium, een volledig geautomatiseerd verhandelingsstelsel voor overheidsobligaties¹⁴. Enkel professionelen, met name de “primary dealers” die door het Rentenfonds zijn erkend¹⁵ kunnen in dit stelsel orders plaatsen. De clearing and settlement geschiedt via de NBB.

NMS is lid van de markt van het Rentenfonds, dat er, als marktautoriteit, toezicht op uitoefent. MTS werd ingeschreven op de lijst van de bemiddelaars in financiële instrumenten, en is derhalve beleggingsonderneming in de zin van de richtlijn Beleggingsdiensten.

In Nederland werd geoordeeld dat ATS's niet voor de kwalificatie beurs in aanmerking komen, daar zij niet verbonden zijn met afwikkelingsstelsel¹⁶.

10. On Line broking en Day trading. De snelle wereldwijde toegang tot de markten heeft de ontwikkeling tot gevolg gehad van meer efficiënte trading methoden. Eerst professionelen, maar vandaag elke particulier kan on line beursorders uitvoeren, hetzij door de opdracht door te geven aan zijn broker, hetzij door gebruik te maken van de diensten die sommige brokers aanbieden om rechtstreeks op de markt te verhandelen, dan hoofdzakelijk met geautomatiseerde verhandelingsstelsels als wederpartij. De keuze van de wederpartij - dit is: van de markt van uitvoering - wordt dikwijls bepaald door het verhandelingsstelsel, maar in sommige gevallen kan de belegger de markt van executie van zijn order zelf bepalen. On line toegang geeft een voorsprong inzake informatie: de belegger is vlugger geïnformeerd, en dikwijls kan hij ook de prijsontwikkelingen in “real time” volgen. Minstens in de Verenigde Staten is on-line trading een belangrijk verschijnsel geworden.

Een variëteit van deze verhandelingsstechniek is de ‘day trading’, waarbij de beleggers profijt trachten te halen uit de koersverschillen die zich binnen een bepaalde dag zullen voordoen. De geautomatiseerde ordersystemen laten ook hier toe day trading op efficiënte wijze te organiseren. Day trading heeft in de VS doch ook bij ons een aanzienlijke ontwikkeling gekend: in februari 2001 waren er in Europa meer dan 3,7 miljoen rekeningen geopend voor on line traders, waarbij een stijging tot 10,5 milj. wordt verwacht tegen 2003¹⁷. Deze verhandelingen grijpen dikwijls plaats in “on site” trading rooms, dit zijn lokalen die door een beursvennootschap worden ter beschikking gesteld, waar beleggers de marktontwikkelingen kunnen volgen en orders doorgeven.

De ontwikkeling van on line broking zou op termijn kunnen leiden tot vergaande desintermediatie: immers, waarom zijn beursvennootschappen nog nodig zo de beleggers rechtstreeks op de markt kunnen handelen? Een dergelijke marktorganisatie vergt evenwel vergaande structuurwijzigingen, onder meer op het stuk van de marktinformatie evenals van afwikkeling en vereffening (“clearing” en

¹⁴ Zie Commissie voor het Bank- en Financiewezen, jaarverslag 1999-2000, 54-56.

¹⁵ Gedefinieerd in Art. 8, KB 22.12.1995. Zij zijn belast met het verhogen van de liquiditeit in de markt van overheidseffecten.

¹⁶ Zie S.A. Boele, “Regulering van alternative trading systems”, T. Effectenrecht, 2000-6/7, 111-116.

¹⁷ Eind 2000 zouden er 7,8 milj. beleggers geweest zijn, die on line verrichtingen stelden, voor gemiddeld 8070000 verrichtingen per dag. Er waren hierbij 18,5 milj. rekeningen betrokken (IOSO, Report on the Securities Activity on the Internet II, juni 2001).

“settlement”). In de huidige stand van de technologische en andere ontwikkelingen is men daar nog niet aan toe.

In de VS wordt telkens opnieuw de nadruk gelegd op de aanzienlijke risico's die verbonden zijn met day trading. Aldus wordt verlangd dat de klanten bijzonder worden gewaarschuwd over de risico's die zij lopen, op de kosten die aanzienlijk kunnen oplopen bij repetitief verhandelen, op de risico's die kunnen voortvloeien uit capaciteitsbeperkingen van het handelingsstelsel, waardoor posities niet onmiddellijk kunnen worden ingedekt. In de derivatenmarkt kan het verlies, - zo dient gewaarschuwd te worden, - de inleg overtreffen. Hier wellicht nog meer dan in de klassieke handel is de “ken uw klant regel” belangrijk. De organisator dient in te schatten of deze handelstechniek overeenstemt met de ervaring, de financiële draagkracht, en de doelstellingen van de toekomstige kant. Men dient hem te wijzen op de verplichting een initieel deposito te vormen, dat later wellicht zal moeten worden aangevuld (“margin call”). Regelmatige informatie aan de klant betreffende de oplopende kosten en de evaluatie van de portefeuille aan marktprijs zijn noodzakelijk. Verder is veel aandacht besteed aan de kredietrisico's die uit dit soort handel voortvloeit: day traders houden immers open posities aan gedurende de dag. Deze zijn onderworpen aan de algemene verplichting ten minste 50% waarborg aan te leggen althans bij de initiële verrichting, later verminderd tot 25%. De positie kan tijdens de dag evenwel aanzienlijk evolueren, zodat een maximum risico moet worden overeengekomen. Ook wordt gewaarschuwd voor evasietechnieken.

Ook in België is er enige ervaring met deze ontwikkeling. De CBF heeft bericht dat zij een day trade center heeft erkend als bijkantoor van de buitenlandse broker waarvan het center deel uitmaakte. Vereisten werden opgelegd zoals de regel dat de klant moet worden geïdentificeerd. Ook de risicopositie moet streng worden opgevolgd.

In een ander geval werd een center erkend als vennootschap voor de plaatsing van orders in financiële instrumenten. In een derde geval ging het om een vzw in het kader waarvan enkel de leden aan trading deden: er was geen vaste band met een beleggingsonderneming¹⁸

11. Chat corners – Internet discussion sites. Dit zijn gesprekstechnieken waarbij gegevens betreffende allerhande onderwerpen, maar vanzelfsprekend ook betreffende beleggingen worden besproken. Kenmerkend is dat alle thema's aan bod kunnen komen, dat tussenkomsten van de meest uiteenlopende aard mogelijk zijn, en dat men niet altijd duidelijk de herkomst van de berichten kan erkennen. Vandaar dat reeds herhaaldelijk misbruiken van deze zijde werden gesignaleerd. Deze kunnen gaan van een “smeercampagne” waarbij de reputatie van een bepaalde vennootschap wordt aangevallen door een concurrent, door een voormalige werknemer, enz. Doch even gevaarlijk zijn de “pump and dump” technieken, waarbij een of meer partijen de reputatie van een bepaald effect de lucht inprijzen, om dan zelf winst te nemen eens de koersen voldoende hoog zijn gestegen. Als dit alles dan nog berust op valse gegevens, bevindt men zich in crimineel gebied.

In de praktijk zijn reeds verschillende van deze gevallen bekend geraakt. Empirisch onderzoek heeft er op gewezen dat deze chat corners vrij systematisch worden gebruikt om de koersen te beïnvloeden, en dat periodes van stijgende of

¹⁸ Zie J-L. Duplat en K. Algoet, “Invloed van het Internet op de toezichtopdracht van de Commissie voor Bank- en Financiewezenen”, Bank' en Financiewezenen, 2000-10, 647.

dalende koersen voorafgaan worden door drukkere activiteiten in de chat corners¹⁹.

Het is bijzonder moeilijk tegen deze misbruiken in te gaan²⁰. In vele gevallen kan men de identiteit van de “chatters” niet nagaan, vermits zij ook vanuit spookadressen kunnen opereren. Soms blijkt een groep chatters slechts te bestaan uit een enkele persoon, die onder verschillende adressen opereert.

Enkele vragen zullen onze aandacht gaande houden. Waar zijn de grenzen van het geoorloofd optreden van deze praktijk? Dient de vennootschap, die het voorwerp is van een negatieve campagne, zich hiertegen te verzetten? Een derde vraag, met name kan een gerechtelijk bevel afgedwongen worden, zal niet worden aangeraakt, aangezien deze gemeen is met talloze andere materies?

Naar Belgisch recht is het verboden met bedrieglijke middelen de prijs van financiële instrumenten te doen stijgen of dalen, of daartoe een poging te ondernemen²¹. Deze bepaling loopt parallel met deze van artikel 311 S.W, luidens hetwelk strafbaar zijn “zij die door enig bedrieglijk middel de stijging of daling van de prijs van eetwaren of koopwaren of van openbare effecten en papieren bewerken”. Een gelijkaardige regeling treft men aan in de wet van 18 juli 1924²². Bepaalde gedragingen kunnen derhalve een inbreuk op deze regelen uitmaken. Hierbij kan vermeld worden dat de in voorbereiding zijnde richtlijn inzake marktmisbruiken duidelijker omschrijvingen zal bevatten van marktmanipulaties.

Het tweede punt vergt een meer genuanceerd antwoord.

Een eerste vraag betreft de wenselijkheid voor de vennootschap om het verschijnsel te kanaliseren, door zelf een chat corner, op haar Website te organiseren. Minstens kan men aldus hopen dat ontevreden beleggers aldaar hun gevoelens zullen prijsgeven, zodat de vennootschappen er zelf kunnen op inspelen. Dit middel wordt onder meer in Amerikaanse geschriften aanbevolen, waarbij een verklaring dient opgenomen te worden dat de vennootschap in generlei wijze verantwoordelijkheid kan oplopen voor de commentaren die aldaar worden uitgewisseld. Vanzelfsprekend verhindert zulks niet dat geruchten zich op andere chat corners zouden verspreiden.

Indien een ongunstig en onjuist gerucht zich verspreidt, of indien een aantal partijen een smeercampagne opzetten is de vraag wat de vennootschap kan doen. Een reactie zou kunnen zijn dat de vennootschap zich volstrekt afzijdig opstelt, op grond van de overweging dat zij met deze gedachtenwisseling niets te maken heeft, en dat zij hoe dan ook geen geruchten kan controleren.

Deze lijn kan niet worden aangehouden eens de geruchten toenemen, of kwaadaardiger worden, en dit voor zover zij een wezenlijke invloed op de koersontwikkeling hebben. Opnieuw op grond van de adviespraktijk zoals deze zich in de VS ontwikkelt kan men stellen dat het aanbeveling verdient dat de vennootschap de berichtenstroom zou bewaken: zo zij niet in staat is deze opdracht zelf uit te voeren, kan zij op de markt een gespecialiseerde “zoek”firma aanstellen, die “cybersmear” zal opsporen²³. Zo nodig moet zij zelf de juiste

¹⁹ WYSOCKI, P.D., Investor relations and Stock Message boards, Who is chatting about your company on the Web?, Investors relations Quarterly, Oct 1999; Cheap talk on the Web: The determinants of Postings on Stock Messages Boards, <http://eres.bus.umich.edu/web/facnum.html>

²⁰ Dealing with the “Cybersmear”, B.A. Bell, New York J. April 19, 1999.

²¹ Art. 148, § 2, W. 6 april 1995. Gelijkaardige bepalingen kwamen voor in art. 202 .Venn.W., opgeheven door de wet van 4 december 1990.

²² Voor een vergelijking van deze bepalingen: zie KRUIHOF, R., Verticale prijsbinding van merkartikelen.

²³ De benaming van een van deze zoekondernemingen is: companysleutch.com, zoveel als “speurmeus”.

informatie doorgeven, vanzelfsprekend behoorlijk onderbouwd, teneinde aldus de ongunstige ontwikkeling pogen om te buigen. Het gevaar bestaat dan wel dat zij zelf van marktmanipulatie wordt beschuldigd. Anderzijds moet zij ook aandacht besteden aan de regelen die de verspreiding van koersgevoelige informatie beheersen²⁴.

Op het preventieve vlak wordt dikwijls gewezen op het belang van de bewaking van de communicatiestromen: vele geruchten zijn afkomstig van binnen de onderneming, zelfs van de hoogste top. Behoudens bewustwording, dienen contractuele clausules dit soort ongecontroleerde communicatie te voorkomen. Hier dienen de regelen inzake voorwetenschap ook ter sprake te komen.

Eens de smeercampagne gestart is, kan men tegensturen.

De Beurs van Toronto beveelt in dat geval aan ofwel dat de vennootschap zelf een persbericht zou lanceren, en, wanneer de toestand al te ongunstig evolueert, de marktautoriteit te informeren zodat deze een rechtzetting kan publiceren. Ook de Amerikaanse autoriteiten (SEC²⁵ en NYSE²⁶) nemen een gelijkaardige houding aan: zij benadrukken dat de vennootschap geen doorlopende aansprakelijkheid kan opnemen voor alles wat er in de markten kan worden verspreid, doch dat het naar omstandigheden noodzakelijk kan zijn onjuiste gegevens te ontkennen, te verduidelijken, of te corrigeren. In extreme gevallen is gerechtelijke actie de enige, doch meestal weinig efficiënte uitweg.

12. Portals. Voor beleggingsdoeleinden worden nu ook “Portals” geopend, zijnde aanspreekpunten van waaruit de belegger een ruim informatie- en dienstenpakket kan aanspreken. Hierbij worden financiële informatie, order executie systemen, financiële research, gespecialiseerde zoekmotoren, enz. aangeboden. Ook kunnen de bestaande tussenpersonen een deel van hun functies aldus aan derden toevertrouwen (“outsourcing”).

Vanuit beleggersbeschermend oogpunt rijzen hierbij gelijkaardige vragen, zij het met meer aandrang: wie betaalt voor wat? Zijn de zoeksystemen objectief opgesteld, of voeren zij systematisch naar bepaalde tussenpersonen. Is de research objectief, en wie betaalt ervoor? Wie neemt verantwoordelijkheid op, bijvoorbeeld voor de informatie die op grond van een hyperlink wordt aangeboden: in beginsel is de aanbieder aansprakelijk voor wat door middel van een hyperlink wordt aangeboden, tenzij hij deze aansprakelijkheid afwijst, of dit uit de omstandigheden duidelijk werd. Van betekenis kan zijn wie voor de melding van de link betaald heeft.

Al deze vragen zijn aan verder onderzoek toe.

c) Internet en het toezicht op de effectenmarkten

13. Het gebruik van het Internet als communicatietechniek is van aard invloed uit te oefenen op het toezicht op het effectenwezen. Verrichtingen worden gesteld vanuit het buitenland, en ontsnappen aldaar en in het gebied waar zij worden aangeboden aan elk effectief toezicht. De gevaren voor de onachtzame, en

²⁴ Men kan hierbij verwijzen naar de Amerikaanse regulering “FD” (“Fair Disclosure”), www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm

²⁵ SEC News release 99-21, February 21, 1999, zie www.sec.gov/news/microreg.htm.

²⁶ NYSE, Rule 202.03.

op winst beluste beleggers zijn aanzienlijk. Misbruiken allerhande kunnen worden gevreesd, terwijl de bestrijding ervan erg moeilijk wordt.

IOSCO, zijnde de wereldwijde organisatie die alle toezichtsorganen inzake effectenverrichtingen groepeerd, heeft in zijn uit 1998 daterend eerste rapport dat aan deze problematiek werd gewijd, de algemene beleidslijnen op dit stuk verduidelijkt:

1. de keuze voor een bepaald medium hoeft geen invloed te hebben op de fundamentele beginselen van het effectentoezicht;
2. Gesteld dat deze beginselen werden in acht genomen, dienen toezichthouders het gebruik van Internet door marktdeelnemers en markten niet noodzakelijkerwijze te verhinderen;
3. Wanneer toezichthouders hun voorschriften toepassen op vragen die in een Internetomgeving zijn gerezen dienen zij rekening te houden met de vereisten van transparantie en coherentie in de toepassing van deze regelen;
4. Toezichthouders dienen samen te werken en vooral hun informatie te delen met het oog op het toezicht op de effectenverrichtingen in het Internet;
5. Toezichthouders moeten er rekening mee houden dat de elektronische media en het gebruik ervan over de tijd in vele opzichten zullen evolueren.

De aandacht werd verder getrokken op meer specifieke taken die dank zij Internet meer efficiënt kunnen worden uitgevoerd:

- verduidelijking van de regelen die zullen worden toegepast bij grensoverschrijdende verrichtingen en toedeling van jurisdictie in grensoverschrijdende verrichting;
- het gebruik van het Internet ter bevordering van de transparantie en de opleiding van de beleggers;
- het gebruik van Internet om de samenwerking van de toezichthouders te versterken.

In het in juni 2001 door IOSCO gepubliceerde opvolgingsrapport wordt bijzondere aandacht besteed aan de maatregelen die de regelgevers in 19 jurisdicties op dit vlak hebben uitgevaardigd. Het aantal en de omvang van deze maatregelen – ofschoon dikwijls niet specifiek verbonden met de Internet problematiek – is indrukwekkend.

Ook in België heeft de Commissie voor het Bank- en Financiewezen een Internet-site²⁷ geopend waar gegevens werden opgenomen die voor beleggers van belang kunnen zijn. Algemene, educatieve informatie, wetgeving en regulering inclusief circulaire, doch ook waarschuwingen (“warning”) in verband met onregelmatige aanbiedingen voor beleggingen komen op deze site voor. Gezien de CBF in beginsel geen bevoegdheid heeft om individuele klachten te behandelen – hierover zijn de gemeenrechtelijke jurisdicties, zowel civiel als penaal bevoegd – is de actie beperkt tot het informeren van het publiek. Wel kan informatie betreffende de al dan niet geoorloofde aard van publieke verrichtingen worden bekomen²⁸.

²⁷ Zie Website www.cbf.be

²⁸ Zie Website www.cbf.be/mov.htm

Besluit

14. De elektronische handel opent nieuwe perspectieven in het effectenwezen, meer in de secundaire dan in de primaire handel. Deze perspectieven zijn niet fundamenteel anders: de snelheid en de toegankelijkheid is evenwel fundamenteel verschillend. Ook de internationalisering van het gehele apparaat is drastisch toegenomen. Daardoor nemen de risico's toe. Waakzaamheid is geboden, zonder dat een a priori negatieve houding kan worden verdedigd. Op het regulerende vlak kan nuttig gebruik gemaakt worden van de ervaringen die in andere landen wordt opgedaan.

Zie verder:

CBF, jaarverslagen 1999-2000, 34-35; 46 e.v.; 51 tot 55.

CBF, Financiële diensten via het Internet: prudentiële vereisten, Circulaire van 5 mei 2000.

Duplat, J.L. en Algoet, K., Invloed van het internet op de toezichtsoopdracht van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen, Bank Fin., 2000, 647.

IOSCO Securities Trading in the Internet, 1999, met een aanvullende publicatie: Securities Trading in the Internet, II, 2001

Association française des entreprises d'investissement, La fourniture de services et des produits financiers à l'épreuve d'internet, Oct. 2000.

Wisbey, G. a.o., The Challenge of Technology, Regulation of Electronic Financial Markets, in Ferran, E. en Goodhart, C.E. (Eds.), Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century, Hart Publ., 2001, 323-340.