

**JOR 2013/11 Rechtbank Rotterdam, 23-10-2012, AWB 12/3991, LJN BY2601**  
**Marktmanipulatie voorshands niet bewezen, AFM derhalve niet bevoegd tot oplegging boete, Schorsing publicatie boetebesluit**

<b>Publicatie</b>	JOR 2013 afl. 1
<b>Publicatiedatum</b>	24 januari 2013
<b>College</b>	Rechtbank Rotterdam
<b>Uitspraakdatum</b>	23 oktober 2012
<b>Rolnummer</b>	AWB 12/3991 LJN <a href="#">BY2601</a>
<b>Rechter(s)</b>	mr. Haan A BV, verzoekster, gemachtigde: mr. N.G. Wijnstekers,
<b>Partijen</b>	tegen Stichting Autoriteit Financiële Markten, verweerster, gemachtigde: mr. drs. R.W. Veldhuis.
<b>Trefwoorden</b>	Marktmanipulatie voorshands niet bewezen, AFM derhalve niet bevoegd tot oplegging boete, Schorsing publicatie boetebesluit,
<b>Regelgeving</b>	<a href="#">Wft - 5:58</a> ; lid 1

» **Samenvatting**

De eerste vraag die de voorzieningenrechter dient te beantwoorden is of AFM zich terecht op het standpunt heeft gesteld dat verzoekster zich schuldig heeft gemaakt aan overtreding van art. 5:58 lid 1, onder b Wft.

Naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter kan uit de door AFM vastgestelde feiten en omstandigheden niet met de vereiste mate van zekerheid de conclusie worden getrokken dat verzoekster met de drie in de uitspraak beschreven transacties heeft beoogd een kunstmatige koers voor het aandeel B te bewerkstelligen.

De slotsom is dat de voorzieningenrechter door AFM niet voorshands overtuigend bewezen acht dat verzoekster zich heeft schuldig gemaakt aan marktmanipulatie. Gelet daarop was AFM niet bevoegd tot het opleggen van de boete bij het bestreden besluit, zodat de publicatie daarvan reeds daarom voor schorsing in aanmerking komt.

» **Uitspraak**

**Procesverloop**

Bij besluit van 31 augustus 2012 (het bestreden besluit) heeft AFM aan verzoekster een bestuurlijke boete opgelegd van € 50.000,- wegens overtreding van artikel 5:58, eerste lid,

onder a en b, van de Wet op het financieel toezicht (Wft) op [datum], en aangekondigd dat openbaar te zullen maken, zoals daarbij vermeld.

Tegen dit besluit heeft verzoekster bezwaar gemaakt.

Voorts heeft verzoekster de voorzieningenrechter verzocht een voorlopige voorziening te treffen, inhoudende schorsing van het bestreden besluit voor zover dat ziet op openbaarmaking ervan.

Het onderzoek ter zitting heeft – achter gesloten deuren – plaatsgevonden op 11 oktober 2012.  
(...)

### **Overwegingen**

1. Verzoekster exploiteert een onderneming die voor eigen rekening (...) handelt in aandelen.

Naar aanleiding van opvallende koersontwikkelingen betreffende het aan NYSE Euronext Amsterdam genoteerde aandeel [B] heeft AFM in het kader van haar toezichtstaak nader onderzoek verricht naar op [datum] door verzoekster uitgevoerde transacties in dat aandeel.

(...)

1.1. Verzoekster heeft volgens AFM in de eerste plaats artikel 5:58, eerste lid, aanhef en onder b, van de Wft overtreden, door eerst een positie in [B] op te bouwen en vervolgens op drie momenten met het bijkopen van een relatief gering aantal aandelen te zorgen voor een forse stijging van de koers. Verzoekster had met die drie transacties volgens AFM klaarblijkelijk niet de bedoeling haar positie uit te bouwen, maar om de koers van het aandeel [B], om zo de waarde van haar gehele aandelenpakket [B] te vergroten en die tegen een hoger koers te kunnen verkopen (de zogeheten "pump and dump"-strategie). Met de drie transacties zou verzoekster de koers van [B] op een kunstmatig niveau hebben gebracht.

De drie transacties, tot stand gekomen nadat verzoekster bij de opening van de beurs op [datum] een positie van ruim 18.000 aandelen tegen een koers van € 0,40 had verworven, heeft AFM als volgt beschreven:

1. Aankoop van 200 aandelen op € 0,451 (aankoop 1)

Om 09:01:34 lag de koers op € 0,40. De twee beste verkooporders in het orderboek waren € 0,45 (100 aandelen) en € 0,451 (5000 aandelen). Verzoekster legt een kooporder in voor 200 aandelen, met een limietprijs van € 0,451. Na een reservering van circa 8 1/2 minuut, komt door die order een koers tot stand van € 0,451; verzoekster koopt om 09:10:00 uur de 200 aandelen tegen deze koers van € 0,451.

De aankoop van deze 200 aandelen vergde een investering van € 90,20 en betekende voor verzoekster een stijging van haar positie in het fonds [B] van 1,1%. De aankoop zorgde voor een koersstijging van het aandeel [B] van 12,8% (van € 0,40 naar € 0,451);

## 2. Aankoop van 250 aandelen op € 0,47 (aankoop 2)

Om 09:10:51 uur lag de koers op € 0,451. De beste verkooporder in het orderboek van € 0,47 (3000 aandelen). Verzoekster legt een kooporder in voor 250 aandelen, met een limietprijs van € 0,47. Daardoor komt direct een koers tot stand van € 0,47; verzoekster koopt de 250 aandelen tegen deze koers van € 0,47.

De aankoop van deze 250 aandelen vergde een investering van € 117,50 en betekende voor verzoekster een stijging van haar positie in het fonds [B] van 1,1%. De aankoop zorgde voor een koersstijging van het aandeel [B] van 4,2% (van € 0,451 naar € 0,47); en

## 3. Aankoop van 114 aandelen op € 0,574 (aankoop 3)

Om 11:35:59 uur lag de koers op € 0,50. De beste verkooporders in het orderboek waren € 0,50 (1386 aandelen) en € 0,574 (1920 aandelen). Verzoekster legt een kooporder in voor 1500 aandelen, met een limietprijs van € 0,574. De order wordt voor een gedeelte van 1386 aandelen direct uitgevoerd tegen de koers van € 0,50. Na een reservering van ongeveer 34 minuten, komt de door de order van verzoekster vervolgens een koers tot stand van € 0,574; verzoekster koopt om 12:10:00 uur de resterende 114 aandelen tegen deze koers van € 0,574.

De aankoop van de 114 aandelen vergde een investering van € 65,44 en betekende voor verzoekster een stijging van haar positie in het fonds [B] van 0,6%. De aankoop zorgde voor een koersstijging van het aandeel [B] van 14,8% (van € 0,50 naar € 0,574).

1.2. In de tweede plaats heeft verzoekster volgens AFM artikel 5:58, eerste lid, aanhef en onder a, van de Wft overtreden, nu van dit door de drie vermelde aankopen kunstmatig gecreëerde hoge koersniveau een misleidend signaal was te duchten met betrekking tot de koers van het aandeel [B], eruit bestaande dat beleggers ervan uit zouden gaan dat de koers op die drie momenten het resultaat was van een integer proces van vraag en aanbod, terwijl de koers door verzoekster was gemanipuleerd. Het feit dat beleggers met kennis van zaken die het fonds nauwkeurig volgden, “real time” de actuele bied- en laatprijzen en de diepte van het orderboek konden zien en zodoende door het kunstmatig hoge koersniveau heen konden kijken, neemt volgens AFM niet weg dat in ieder geval voor de gemiddelde belegger van de kunstmatig hoge koers op zijn minst een misleidend signaal te duchten was.

2. Verzoekster wenst schorsing van het besluit tot openbaarmaking, omdat zij van mening is dat de boete onterecht is en dus de publicatie ervan ook. Voorts vreest zij voor reputatieschade. Verzoekster stelt dat zij, althans haar handelaar, heeft gereageerd op nieuwsberichten van [C] die over [B] verschenen en dat [B] zelf volgens de VEB onduidelijk had gecommuniceerd, wat flinke koersschommelingen veroorzaakte. Later op de dag kwam er

namelijk een nieuwsbericht dat aangaf dat het eerdere nieuws al eerder was uitgekomen en begon de koers van [B] te zakken. Zij heeft legitieme transacties uitgevoerd in het openbare transparante centrale orderboek, met een anonieme tegenpartij met gebruikelijke aantallen, zoals het hoort. Van een kunstmatig niveau is geen sprake. De aangekochte koersniveaus zijn binnen de volatiele bandbreedte gebleven en dicht in de buurt van het gewogen gemiddelde van de koers van de volgende dagen.

3. Op grond van artikel 5:58, eerste lid, van de Wft voor zover hier van belang is het verboden om:

a. een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten, tenzij degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoon dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende gereguleerde markt of de desbetreffende multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96;

b. een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden, tenzij degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoon dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende gereguleerde markt of de desbetreffende multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96.

4. De eerste vraag die de voorzieningenrechter dient te beantwoorden is of AFM zich terecht op het standpunt heeft gesteld dat verzoekster zich op [datum] schuldig heeft gemaakt aan overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder b, van de Wft. Daarbij merkt de voorzieningenrechter op dat AFM ter zitting desgevraagd heeft erkend dat, indien deze vraag ontkennend zou moeten worden beantwoord, er geen grond meer is om te oordelen dat los daarvan verzoekster artikel 5:58, eerste lid, onder a, van de Wft wél heeft overtreden.

4.1. Naar het voorlopige oordeel van de voorzieningenrechter kan uit de door AFM vastgestelde feiten en omstandigheden niet met de vereiste mate van zekerheid de conclusie worden getrokken dat verzoekster met de drie beschreven transacties heeft beoogd een kunstmatige koers voor het aandeel [B] te bewerkstelligen. Daarbij heeft de voorzieningenrechter het volgende van belang geacht.

Verzoekster heeft toegelicht waarom zij bij de aanvang van de beurs op [datum] een positie in [B] heeft genomen en waarom zij na het middaguur op die dag die positie heeft afgebouwd. De gegeven verklaring, ondersteund door persberichten over [B], acht de

voorzieningenrechter niet onaannemelijk, zodat de op- en afbouw van de positie in [B] op zichzelf geen aanwijzing kan vormen voor het handelen op grond van de “pump and dump”-strategie.

Verder heeft verzoekster toegelicht dat bij het vergroten van de positie het rationeel kan zijn, ook indien al grotere aantallen worden aangeboden, kleinere aantallen van het aandeel te kopen om de vraagprijs van mogelijke andere (grote) aanbieders van dat aandeel niet op te drijven. In dat licht bezien zijn aankopen 1 en 2, anders dan AFM meent, ook begrijpelijk indien verzoekster een zo groot mogelijke positie tegen een zo laag mogelijk prijs wilde opbouwen. Deze toelichting vindt ook bevestiging in het feit dat verzoekster na aankoop 1 om 09:10:34 uur alsnog de rest van de beste verkooporder van 4900 aandelen tegen de koers van € 0,451 aankoopt. De voorzieningenrechter ziet in aankopen 1 en 2 op zichzelf beschouwd dan ook geen bewijs voor de stelling van AFM dat verzoekster heeft beoogd de koers van het aandeel [B] op een kunstmatig niveau te brengen.

Betreffende aankoop 3 heeft verzoekster geen rationele verklaring kunnen geven voor het limiteren van de desbetreffende verkooporder op de koers van € 0,574. In die enkele handeling ziet de voorzieningenrechter echter onvoldoende grond om bewezen te oordelen dat verzoekster daarmee heeft beoogd een kunstmatige koers voor aandeel [B] te bewerkstelligen. Niet valt immers uit te sluiten dat het een vergissing of een ongelukkige beslissing betrof. In dat verband kan de voorzieningenrechter er ook niet aan voorbijzien dat AFM pas op 13 juni 2012 aan verzoekster heeft kenbaar gemaakt de gang van zaken op [datum] als een overtreding van artikel 5:85, eerste lid, onder b, van de Wft te kwalificeren. Daardoor werd het voor verzoekster lastiger zich te verweren tegen de aantijging van AFM dat één van haar handelaren met onrechtmatige bedoelingen heeft gehandeld. Overigens heeft AFM ter zitting ook erkend dat er na de bewuste datum geen aanleiding meer is gevonden om (verder) onderzoek te doen naar marktmanipulatie door verzoekster.

4.2. De slotsom is dat de voorzieningenrechter door AFM voorshands niet overtuigend bewezen acht dat verzoekster zich op [datum] heeft schuldig gemaakt aan marktmanipulatie. Gelet daarop was AFM niet bevoegd tot het opleggen van de boete bij het bestreden besluit, zodat de publicatie daarvan reeds daarom voor schorsing in aanmerking komt.

5. (...)

### ***Beslissing***

De voorzieningenrechter,

– wijst het verzoek om voorlopige voorziening toe, in die zin dat het bestreden besluit, voor zover dat ziet op de vroegtijdige publicatie van de boete, wordt geschorst,

(...)

» **Noot**

1. Er zijn vele verschillende handelsstrategieën denkbaar waarmee de markt kan worden gemanipuleerd. De Nederlandse wetgever heeft het verbod van marktmanipulatie, neergelegd in art. 5:58 Wft, onderverdeeld in vier categorieën. Het is op grond van het eerste lid van dit artikel verboden om (kort gezegd) een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen: (sub a) waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten; (sub b) teneinde de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden; of (sub c) waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding. In lid 1 sub d van dit artikel is voorts vermeld dat het verboden is om informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.

2. Van deze uitspraak zou – voor de minder oplettende lezer – het misleidende signaal kunnen uitgaan dat er een noodzakelijk verband bestaat tussen het overtreden van lid 1 sub b en het overtreden van lid 1 sub a van art. 5:58 Wft. In de uitspraak is namelijk overwogen dat de AFM ter zitting desgevraagd heeft erkend dat indien de vraag of verzoekster art. 5:58 lid 1 sub b Wft heeft overtreden ontkennend zou moeten worden beantwoord, er geen grond meer is om te oordelen dat verzoekster “los daarvan” art. 5:58 lid 1 sub a Wft wél heeft overtreden (r.o. 4). Anders gezegd, indien lid 1 sub b (kunstmatige koers) niet is overtreden dan kan ook lid 1 sub a (misleidend signaal) niet zijn overtreden.

3. De uitspraak bevat onvoldoende informatie omtrent de relevante feiten en omstandigheden om te kunnen treden in de vraag of zich in de onderhavige specifieke casus een dergelijk noodzakelijk verband voordoet. Uit de uitspraak blijkt bijvoorbeeld dat er naast de omschreven kooptransacties (r.o. 1.1) ook verkooptransacties zijn gedaan om de positie af te bouwen (r.o. 4.1), maar de weergave van de feiten geeft geen modaliteiten van die verkooptransacties. Daarnaast hecht de Voorzieningenrechter belang aan persberichten die zijn verschenen op de dag waarop de litigieuze transacties zijn gedaan (r.o. 4.1), welke berichten beweerdelijk onduidelijk waren of nieuws bevatten dat al eerder was uitgebracht en die flinke koersschommelingen tot gevolg zouden hebben gehad (r.o. 2), terwijl over de inhoud en timing van die persberichten uit de uitspraak verder niets concreets blijkt. Wij laten de vraag of zich *in deze casus* een noodzakelijk verband voordoet tussen overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a en b Wft, derhalve in het midden. In algemene zin dient de vraag of er een noodzakelijk verband bestaat tussen deze beide bepalingen echter ontkennend te worden beantwoord, hetgeen wij hierna toelichten.

4. De Wft noch de Richtlijn Marktmissbruik biedt steun voor de stelling dat overtreding van lid 1 sub b (kunstmatig koersniveau) steeds noodzakelijk zou zijn om te kunnen concluderen tot overtreding van lid 1 sub a (misleidend signaal). Ook uit de *guidance* van CESR (thans ESMA) blijkt niet dat er een noodzakelijk verband zou bestaan tussen beide bepalingen. Wel is het mogelijk om met een bepaalde manipulatieve handelsstrategie verschillende bepalingen

te overtreden afhankelijk van de wijze waarop de betreffende strategie wordt uitgevoerd (zie ook CESR *guidance* Market Abuse Directive, ref. CESR/04-505b, alinea 4.10).

5. In onderhavige zaak wordt de strategie die verzoekster zou hebben gehanteerd aangeduid als de zogenaamde “pump and dump” strategie. In zowel de Wft als de Richtlijn marktmisbruik zal men tevergeefs naar deze term zoeken. In CESR *guidance* wordt hier wel aan gerefereerd. CESR omschrijft de “pump and dump” strategie als volgt:

“This practice involves taking a long position in a security and then undertaking further buying activity and/or disseminating misleading positive information about the security with a view to increasing the price of the security. Other market participants are misled by the resulting effect on price and are attracted into purchasing the security. The manipulator then sells out at the inflated price.”

6. Vermeldenswaard is dat het begrip “pump and dump” overigens niet een alom aanvaarde betekenis lijkt te hebben. De SEC hanteert op haar website namelijk de volgende omschrijving:

“‘Pump and dump’ schemes, also known as ‘hype and dump manipulation’ involve the touting of a company’s stock (typically microcap companies) through false and misleading statements to the marketplace. After pumping the stock, fraudsters make huge profits by selling their cheap stock into the market.” (<http://www.sec.gov/answers/pumpdump.htm>).

7. De omschrijving van de SEC lijkt sterk op de inhoud die CESR aan het begrip toekent, maar er is één belangrijk verschil. Uit de tekst op de website van de SEC volgt dat – in tegenstelling tot de definitie die CESR hanteert – het opdrijven van de koers *door middel van het verspreiden van misleidende positieve berichten* een essentieel onderdeel vormt van de “pump and dump” strategie. Dit standpunt zijn wij ook in de Amerikaanse literatuur tegengekomen (zie bijv. A. Kyle and S. Viswanathan, “How to define illegal price manipulation”), hoewel er ook schrijvers zijn die het Amerikaanse “pump and dump” begrip op dezelfde wijze uitleggen als CESR (zie bijv. T.J. Putnins, *Closing price manipulation and the integrity of stock exchanges*, 2009 (diss. Sydney), p. 29).

8. In navolging van de omschrijving van CESR wordt de “pump and dump” strategie in de Nederlandse literatuur omschreven als een handelwijze waarbij de koers wordt opgedreven door transacties “en/of” door het verspreiden van misleidende informatie (zie bijvoorbeeld R.P. Raas, ‘Marktmanipulatie’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 144-145).

9. Uit de (verschillende) omschrijvingen van de “pump and dump” strategie volgt dat deze strategie op verschillende wijzen kan worden uitgevoerd. Dit is dan ook een handelsstrategie waarmee verschillende overtredingen tegelijk kunnen worden begaan. Wanneer het opdrijven van de koers (pump) geschiedt door het verspreiden van informatie, is bijvoorbeeld een overtreding van art. 5:58 lid 1 sub d Wft denkbaar. Als het opdrijven van de koers wordt

bewerkstelligd door het verrichten van transacties, kan door het opdrijven van de koers een kunstmatig koersniveau worden bewerkstelligd en is overtreding van art. 5:58 lid 1 sub b Wft denkbaar. Van die transacties kan voorts (tevens) een misleidend signaal uitgaan of te duchten zijn, hetgeen een overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a Wft kan betekenen. Het opdrijven van de koers kan ook tegelijkertijd door middel van het verspreiden van informatie als door middel van het verrichten van transacties geschieden, zodat ook op die manier meerdere verbodsbepalingen geraakt kunnen worden. Opmerkelijk is dat CESR kennelijk bij de “pump and dump” strategie juist dacht aan overtreding van de regel die in Nederland is geïmplementeerd met art. 5:58 lid 1 sub c Wft, derhalve transacties met gebruik van bedrog of misleiding. In de eerder genoemde *guidance* van CESR wordt de “pump and dump” strategie namelijk besproken in de paragraaf “Transactions involving fictitious devices/deception” en niet in de paragrafen “False/misleading Transactions” of “Price positioning”.

10. Duidelijk is in ieder geval dat bij de “pump and dump” strategie meerdere marktmanipulatie verbodsbepalingen kunnen worden overtreden. Samenloop van verschillende verbodsbepalingen is echter onzes inziens niet noodzakelijk. Dit volgt ook uit enkele andere voorbeelden van marktmanipulatie in de CESR *guidance*, zoals de zogenaamde “wash trades” en “painting the tape” strategieën. Die strategieën houden kort gezegd in dat er transacties worden verricht waarmee (op verschillende manieren) de misleidende indruk wordt gewekt van marktactiviteit, waardoor andere beleggers mogelijk worden verleid tot het doen van transacties. Hierbij is geen verandering van koers vereist, zodat duidelijk is dat een overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a Wft denkbaar is, zonder overtreding van art. 5:58 lid 1 sub b Wft. Zien wij het goed, dan pleit ook Nelemans voor een scherp onderscheid tussen die twee verbodsbepalingen (M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 201).

11. Het zou interessant zijn om te zien hoe de rechtbank oordeelt over de samenhang tussen de besproken verbodsbepalingen. Wij zien dan ook met belangstelling uit naar de eventuele uitspraak ten gronde.

P.L. Reeser Cuperus en J.S. Roepnarain, advocaten bij Boekel De Nerée te Amsterdam