

JOR 2017/166, College van Beroep voor het bedrijfsleven, 22-02-2017, 15/411, [ECLI:NL:CBB:2017:44](#)

Koersmanipulatie bij handel in aandelen via veilingstelsel, Appellant heeft door verrichte transacties koers van aandelen kunstmatig hoog gehouden, AFM heeft buiten redelijke twijfel gesteld dat appellant daartoe ook intentie had, Theoretische openingprijs dient in dit geval als maatstaf, Geen gebruikelijke marktpraktijk, Afwijzing beroep op rechtszekerheidsbeginsel, Bevestiging van aangevallen uitspraak

» **Noot**

1. Het verbod van marktmanipulatie kent een opsomming van diverse verboden handelingen. Onderdeel daarvan is het verbod “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” (art. 5:58 lid 1 sub b (oud) Wft). Het verbod lijdt uitzondering indien “degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoonbaar dat zijn beweegredenen 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 betreffende markt. Zie hiervoor inmiddels art. 15 j° art. 12 lid 1 sub ii) (met een doorverwijzing naar art. 13) van de sinds 3 juli 2016 in werking getreden Verordening marktmisbruik (MAR).

2. Deze uitspraak laat zien dat een particuliere handelaar de *tricks of the trade*, die de aandelenhandel ter beurse zo interessant maken, goed kende. In r.o. 2 van de uitspraak van het CBb wordt de beschrijving van de casus door de rechtbank uit de eerste aanleg aangehaald (ECLI:NL:RBOT:2015:2845). Bijzonder daarbij is dat de handel in aandelen van New Sources Energy NV (NSE) – dat is het omgedoopte oude Management Share NV – bij Euronext via een veilingstelsel plaatsvindt, waarbij op twee vaste tijdstippen per dag een openings- en een slotveiling georganiseerd wordt. Door telkens vlak voor het veilingmoment kooporders in te leggen, wist deze handelaar veelal een hogere veilingkoers te bereiken. Hierdoor bracht de handelaar volgens de AFM koersstijgingen van 10% tot zelfs 20% teweeg. Dat lijkt niet logisch aangezien een rationeel handelende belegger zijn positie tegen een zo laag mogelijke koers zou willen uitbreiden. De AFM heeft de handelaar hiervoor een bestuurlijke boete van € 100.000 wegens overtreding van het verbod van marktmanipulatie opgelegd.

3. Deze uitspraak in appel gaat onder meer in op drie onderdelen van deze verbodsbepaling. In de eerste plaats: de handelaar meent dat de rechtbank en AFM bij de beoordeling van de vraag of sprake is van een kunstmatig hoog houden van de koers ten onrechte de theoretische prijs als maatstaf hebben gehanteerd. Zijn handelwijze zou gewoon volgens de regels van de normale marktwerking tot een stijgende koers hebben geleid. In de tweede plaats: de handelaar betwist dat hij de intentie heeft gehad om de koers van de aandelen NSE op een kunstmatig hoger niveau te brengen. Zijn intentie zou er slechts op gericht zijn zo veel mogelijk aandelen NSE te verkrijgen. In de derde plaats en ten slotte: de handelaar meent dat zijn beroep op de rechtvaardigingsclausule ten onrechte is afgewezen. Hij zou niet meer gedaan hebben dan gebruikelijk gebeurt door *high frequency traders* die in dit veilingfonds actief zouden zijn. Ik houd deze volgorde hierna aan.

4. De hamvraag van deze zaak was uiteraard of de handelaar met zijn transacties de koers op een kunstmatig niveau gehouden heeft. Gelijk bekend zal zijn, heeft het Hof van Justitie eerder al geoordeeld dat onder het begrip “houden” tevens kan worden begrepen “brengen”. Zie daarvoor Hof van Justitie 7 juli 2011, [«JOR» 2011/262](#), m.nt. Nelemans (*IMC Securities*). Om überhaupt te kunnen vaststellen of de koers door de transacties van een handelaar op een kunstmatig niveau gebracht of gehouden is, dient eerst te worden bepaald wat een kunstmatig of een normaal koersniveau is. Dat is in dit geval minder eenvoudig dan gedacht. De reden daarvoor is dat de handel plaatsvond in een illiquide beursfonds en het betreffende beursfonds geen activiteiten (meer) ontplooid. Op die moeilijkheid wijst het CBb door te overwegen dat “de niet-kunstmatige waarde van het aandeel NSE niet bepaald kon worden aan de hand van de waarde in het economisch verkeer van de vennootschap, aangezien in dit geval feitelijk sprake was van een lege huls” (r.o. 7). Het is om die reden dat het

CBb – evenals de AFM – in dit geval gemotiveerd aansluiting heeft gezocht bij de theoretische openingsprijs om te bepalen of de koers kunstmatig op een hoger niveau is gebracht. Normaal gesproken wordt de laatst berekende theoretische openingsprijs altijd de veilingprijs. Als gezegd, zette de handelaar deze veilingprijs door zijn orderinleg met een prijsverhogend effect naar zijn hand. In situaties waarin doorlopend handel in aandelen van actieve beursfondsen plaatsvindt, zal op een andere manier bepaald moeten worden of de koers op een kunstmatig niveau wordt gehouden. Welke transacties hebben dan een negatieve uitwerking op de koersvorming, zoals dat ook geldt bij de verspreiding van onjuiste of misleidende informatie? Volgens Nelemans dient het verbod van marktmanipulatie uitsluitend van toepassing te zijn op transacties die resulteren in zogeheten ‘ongedekte koersdruk’, hetgeen het geval is als de handelende partij onvoldoende informatie heeft om de door hem veroorzaakte koersdruk te kunnen verantwoorden. Transacties die resulteren in ongedekte koersdruk kwalificeren in zijn optiek als transacties die de koers op een kunstmatig niveau brengen of houden. Omdat het lastig zo niet onmogelijk is te bepalen over welke informatie een handelende partij op het moment van de transactie beschikte en of die informatie daadwerkelijk geleid heeft tot toegestane of ongedekte koersdruk, bepleit Nelemans in dit geval gebruik te maken van een indirecte bewijsmethode. De AFM zou in beginsel voldoende bewijs hebben dat een handelende partij ongedekte koersdruk heeft uitgeoefend, en dus de koers op een kunstmatig niveau heeft gebracht of gehouden, indien de AFM kan aantonen: (i) dat de handelende partij *exceptioneel handelsgedrag* vertoonde en (ii) dat er sprake was van een *sensitieve situatie*. De AFM zal moeten bepalen of de handelende partij exceptioneel handelsgedrag heeft vertoond, d.w.z. dat de handelende partij handelsgedrag heeft vertoond dat afwijkt van haar normale (of legitieme) handelsgedrag. Verder zal de AFM moeten bepalen of de handelende partij transacties verrichtte op het moment dat er sprake was van een sensitieve situatie, die door Nelemans wordt omschreven als een situatie waarin een marktpartij met het uitvoeren van ongedekte koersdruk een voordeel zou kunnen behalen. Zie hiervoor verder het proefschrift van Nelemans: *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. KUB), p. 333-356. Ook langs deze lijnen zou het CBb zijn oordeel dat in dit geval sprake was van marktmanipulatie hebben kunnen motiveren. Zonder dat te expliciteren, lijken deze noties in zekere zin aan het oordeel van het CBb ten grondslag hebben gelegen.

5. Art. 5:58 lid 1 sub b (oud) Wft verbiedt, als gezegd, het verrichten of bewerkstelligen van een transactie “teneinde de koers (...) op een kunstmatig niveau te houden”. Hierin is het woord “teneinde” opgenomen, waaraan een te bewijzen oogmerkvereiste ontleend zou kunnen worden. Het is maar zeer de vraag of dat juist zou zijn gelet op andere taalversies van de Richtlijn Marktmissbruik uit 2003. Zo wordt in de Engelse taalversie het verband tussen de transactie en de koersinvloed anders gelegd: *transactions which secure*. Opvallend is in elk geval dat art. 12 lid 1 sub ii) MAR het aangaan van een transactie verbiedt “die de koers van een of meer financiële instrumenten (...) daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt”. Het woord “teneinde” wordt in de MAR niet meer gebruikt en is vervangen door het woord “die”, een woord dat meer op een causaal verband tussen de transactie en het daarmee tot stand gebrachte kunstmatig koersniveau wijst. Zoals bepleit door Nelemans zou het woord “teneinde” uitgelegd kunnen worden als “waardoor” (*Het verbod van marktmanipulatie*, p. 184-186). Hierdoor zou de Nederlandse tekst van de Wft meer in overeenstemming gebracht kunnen worden met de werkelijke bedoeling van de Richtlijn Marktmissbruik. Wat van deze discussie verder ook zij: het CBb komt na een uitvoerige analyse van de door de handelaar verrichte transacties en de effecten daarvan op de waarde van zijn aandelenportefeuille en zijn daaraan gekoppelde kredietruimte tot het oordeel dat de AFM buiten redelijke twijfel heeft gesteld dat de handelaar ook de intentie heeft gehad de koers van de aandelen NSE kunstmatig op te stuwen (r.o. 7).

6. Het verbod van marktmanipulatie is (behoudens enkele uitzonderingen) van toepassing op elke marktpartij en op elke transactie of handelsorder. Een uitzondering geldt echter voor categorieën transacties of handelsorders die bij AMvB zijn aangewezen als geaccepteerde marktpraktijken (art. 5:58 lid 3 (oud) Wft). Transacties die onder het verbod van marktmanipulatie zouden vallen, zijn daarvan uitgezonderd wanneer het gaat om een geaccepteerde marktpraktijk en er gerechtvaardigde beweegredenen bestaan. Volgens het CBb rust de bewijslast op de handelaar dat zijn beweegredenen daartoe gerechtvaardigd was en dat de transactie of handelsorder in

overeenstemming was met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende markt (r.o. 10). Immers, in art. 5:58 lid 1 sub b (oud) Wft (en dat is in lijn met de Richtlijn Marktmissbruik) wordt bepaald dat degene die de transactie verricht dit moet aantonen. Een dergelijke verdeling van de bewijslast wordt niet in strijd geacht met art. 6 EVRM, omdat deze Wft-bepaling niet ziet op het bewijs van de overtreding noch het bewijs door wie de overtreding is begaan. Het gaat in dit geval om het stellen en bewijzen van feiten ter rechtvaardiging van de verboden gedraging en die behoren tot het bewijsdomein van de handelaar. In dit verband wordt ook wel van een bewijsvoeringslast gesproken. Die bewijsvoeringslast houdt dan in het gemotiveerd stellen van bevrijdende feiten en omstandigheden opdat deze aannemelijk worden, ofwel op grond van het verweer van de verdediging, ofwel op grond van nadere onderzoeksactiviteiten waartoe de rechter opdracht geeft naar aanleiding van het gevoerde verweer. In dit geval achtte het CBb voor dat laatste geen termen aanwezig. De handelaar had niet meer dan ongearticuleerd geroepen dat hij niets anders of meer deed dan wat *high frequency traders* ook in het veilingfonds uitvoerden. Op geen enkele wijze kon hij dat volgens het CBb aannemelijk maken. Daar komt nog bij dat de AFM onweersproken gesteld had dat *high frequency trading* (ofwel flitshandel) alleen rendabel kan plaatsvinden in fondsen waarin doorlopend kan worden gehandeld of met een hoge mate van liquiditeit, en daarvan was bij het minuscule veilingfonds NSE geen sprake. Als zodanig is *high frequency trading* ook geen gebruikelijke marktpraktijk of handelsstrategie, maar niet meer dan een technologisch geavanceerde wijze waarop gehandeld wordt. Zie hiervoor ook het rapport van de AFM van november 2010: “High frequency trading: de toepassing van geavanceerde handelstechnologie op de Europese markt”, waarop het CBb wijst. Wie smeüiger (en bepaald kritischer) kost hierover wil lezen, leest ‘Flash boys’ van Michael Lewis er eens op na.

7. Inmiddels heeft Euronext in september 2015 wijzigingen doorgevoerd in de wijze waarop de openings- en slotveiling van veilingfondsen wordt georganiseerd. Niet langer worden voor de veilingmethode vaste tijdstippen gehanteerd, maar wordt een willekeurig moment gekozen binnen een vastgestelde tijdsperiode van 30 seconden. Met deze nieuwe veilingmethode probeert Euronext manipulatie van de veilingkoers moeilijker te maken. Zo lijkt iedereen naar aanleiding van deze uit het beursleven gegrepen casus zijn lesje geleerd te hebben.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Hoff Advocaten te Haarlem