

Rechtbank Rotterdam 19 december 2013

Accent Grave / Stichting Autoriteit Financiële Markten

Auteur noot: mr. dr. M. Nelemans

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V. te Amsterdam

1. Accent Grave BV (Accent Grave) is een onderneming die voor eigen rekening in financiële instrumenten handelt. Dit wordt ook wel prop(rietary) trading genoemd. Op 9 en 10 augustus 2010 handelde Accent Grave in aandelen NedSense Enterprises NV (NedSense), een op Euronext genoteerd aandeel. In totaal werden door Accent Grave op 9 augustus 2010 27.000 aandelen NedSense gekocht voor een totaalbedrag van € 11.443. De positie werd op 9 en 10 augustus volledig afgebouwd. Volgens de Autoriteit Financiële Markten (AFM) zou met de opvolgende koop- en verkooptransacties een winst van € 1.878 zijn behaald. De transacties en prijzen zijn door de AFM uiteengezet in haar beslissing op bezwaar (die beschikbaar is via www.afm.nl).
2. De AFM heeft een boete van € 50.000 opgelegd wegens marktmanipulatie, meer in het bijzonder voor uitvoering geven aan een “pump and dump”-strategie. Twee onderdelen van het verbod van marktmanipulatie zouden zijn overtreden: art. 5:58 lid 1 sub a en sub b Wet op het financieel toezicht (Wft). Accent Grave heeft met succes in een voorlopigevoorzieningenprocedure gevorderd dat de publicatie van de boete zou worden geschorst. De voorzieningenrechter kwam tot het oordeel dat er onvoldoende zekerheid was dat Accent Grave zou hebben beoogd een kunstmatige koers te bewerkstelligen.
3. De voorzieningenrechter wees daarbij op enkele contra-indicaties: (i) de toelichting van Accent Grave ten aanzien van haar beweegredenen om een positie in NedSense in te nemen en af te bouwen, ondersteund door persberichten van NedSense; en (ii) de toelichting van Accent Grave dat het rationeel is om kleine aantallen te kopen indien het de bedoeling is om een positie op te bouwen tegen een zo laag mogelijke prijs, ook als reeds grotere aantallen worden aangeboden. Volgens de voorzieningenrechter viel één aankoop niet rationeel te verklaren, maar dit was onvoldoende om te concluderen dat er sprake was van marktmanipulatie.
4. Tevergeefs is Accent Grave in bezwaar gegaan bij de AFM en in beroep bij de Rechtbank Rotterdam. De zaak op zich en de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam in het bijzonder bevatten een aantal interessante punten die hieronder nader worden behandeld: (i) marktmanipulatie door tegengestelde transacties; (ii) de kwalificatie van deze vorm van manipulatie; (iii) het nut van de term “pump and dump”-strategie; en (iv) de redenering van de Rechtbank Rotterdam.
5. Manipulatie door tegengestelde transacties spreekt tot de verbeelding. Zo leeft regelmatig de gedachte dat dit eenvoudig zou zijn: “je koopt veel aandelen en werkt langzaam de koers op, vervolgens verkoop je tegen die hogere koers, en behaal je een winst”. Deze gedachtegang klopt evenwel niet. Indien een handelaar veel aandelen koopt waardoor de koers oploopt, zullen zijn verkooptransacties in beginsel een soortgelijk effect hebben maar dan met een dalende koers tot gevolg. Het resultaat is dat de handelaar geen voordeel behaalt. Sterker nog: vanwege transactiekosten lijdt hij een verlies. Om die reden is door sommigen gesteld dat manipulatie door tegengestelde transacties “selfdetering” is (Fischel & Ross 1991; zie anders Thel 1994).
6. Deze klinische, economische beschrijving laat buiten beschouwing dat de aankooptransacties anders gestructureerd kunnen worden dan de verkooptransacties, bijvoorbeeld door de kooptransacties snel achter elkaar uit te voeren en voor de verkooptransacties meer tijd te nemen. Dit kan ertoe leiden dat asymmetrische prijsreacties optreden, bijvoorbeeld een koersstijging die

groter is dan de koersdaling. Ook kunnen kooptransacties andere beleggers aantrekken waardoor de prijs niet of minder snel daalt zodra de manipulator zijn positie afbouwt. In dergelijke gevallen kan de handelaar met tegengestelde transacties een winst behalen.

7. Ondanks dat het mogelijk is om asymmetrische prijsreacties te veroorzaken, is dit een lastige vorm van manipulatie. Indien met kooptransacties de koers wordt weggedreven van de fundamentele waarde van het aandeel, zullen arbitrageurs – zo is de theorie – het aandeel verkopen en de koers terugbrengen naar de fundamentele waarde. Als dat gebeurt, lijdt de manipulator een verlies: hij heeft tegen een (te) hoge koers gekocht en moet tegen de lagere prijs weer verkopen. Manipulatie door middel van tegengestelde transacties is eerder te verwachten in minder goed functionerende markten, zoals illiquide markten en markten met weinig corrigerend vermogen vanwege het ontbreken van voldoende analisten en arbitrageurs.
8. Indien manipulatie door tegengestelde transacties zich voordoet, is de vraag hoe deze vorm van manipulatie dient te worden gekwalificeerd onder de Wft. In het boetevoornemen had de AFM aangegeven van te plan te zijn een boete op te leggen voor overtreding van art. 5:58 lid 1 sub b Wft, dat kort gezegd verbiedt om de koers naar een kunstmatig niveau te brengen. In het boetebesluit is dit bevestigd en is daaraan toegevoegd overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a Wft, dat kort gezegd verbiedt om transacties te verrichten waarvan onjuiste of misleidende signalen te duchten zijn. De AFM heeft het boetebesluit dus gebaseerd op overtreding van twee bepalingen die een soortgelijk belang beschermen. De AFM heeft daarmee het zekere voor het onzekere genomen. Bij deze indekking plaats ik een kanttekening.
9. Voor overtreding van sub b is een kunstmatige koers vereist. De AFM stelt dat een kunstmatige koers tevens resulteert in overtreding van sub a: “Als gevolg van de Manipulatieve transacties van Accent Grave gaf de prijs van het aandeel NedSense een kunstmatig niveau weer. Van dit kunstmatig niveau was een misleidend signaal te duchten met betrekking tot de koers van het aandeel NedSense.” (paragraaf 82 beslissing op bezwaar; ov. 6 van de uitspraak). Hoewel het verleidelijk is om te stellen dat het bewerkstelligen van een kunstmatige koers tevens overtreding van sub a betekent, is dit onjuist. Aangetoond moet worden dat van de transacties een onjuist of misleidend signaal te duchten was. Bovendien betreft het hierdoor een schijnindekking: als in beroep zou worden geoordeeld dat sub b niet is overtreden (omdat de kunstmatigheid van de koers niet vaststaat), dient ook te worden geconcludeerd dat sub a niet is overtreden.
10. De verdediging stelt dat het een eendaadse samenloop betreft: een feitencomplex dat binnen meerdere verbodsbepalingen valt. In de Awb is geen bepaling opgenomen voor een eendaadse samenloop. Er dient volgens de parlementaire geschiedenis bij de Vierde Tranche te worden aangeknoopt bij art. 55 lid 1 Sr. Dit impliceert het volgende. Eén feit kan cumulatief meerdere overtredingen opleveren. Bij beboeting dient dan de zwaarste verbodsbepaling te worden toegepast. Het is mogelijk om meerdere overtredingen te kwalificeren en dan één boetemaximum te hanteren (vgl. HR 23 maart 2004, NJ 2004, 3130). In zoverre is de respons van de AFM te volgen: “De AFM heeft Accent Grave éénmaal beboet voor het overtreden van zowel artikel 5:58, eerste lid, sub a, Wft als artikel 5:58, eerste lid, sub b, Wft. Er is dus geen sprake van het feit dat de AFM Accent Grave tweemaal heeft beboet voor eenzelfde overtreding.”
11. Een volgend aan te stippen punt is de term “pump and dump”-strategie die is overgewaaid uit de Verenigde Staten. ESMA (voorheen CESR) heeft een “pump and dump”-strategie als volgt omschreven: Voor toepassing van het Nederlandse verbod van marktmanipulatie heeft de term in

beginsel geen toegevoegde waarde. Vastgesteld dient te worden of de koers op een kunstmatig koersniveau is gebracht of niet. Daar doet de omschrijving van ESMA niet aan af.

12. Het belangrijkste punt in deze zaak is de bewijsvoering rondom de kunstmatigheid van de koers. Waarom is dit bewijs zo lastig en delicaat? Het is lastig omdat aan de buitenkant van de koers niet kan worden afgelezen of deze kunstmatig is of niet. De afweging is delicaat omdat marktpartijen vrij zijn om transacties te verrichten en het in beginsel niet verboden is om invloed te hebben op de koers. In veel manipulatiezaken, zo ook in deze, wordt vooral gelet op feiten die informatie geven over de intentie van de marktpartij. Bij een verkeerde intentie wordt eerder aangenomen dat de koers op een kunstmatig niveau is gebracht. Ondanks dat het verbod van marktmanipulatie geen subjectief bestanddeel bevat, wordt de intentie van de marktpartij dus alsnog meegewogen bij het vaststellen van de overtreding.
13. Over de bewijsvoering stelt de Rechtbank Rotterdam in het algemeen: "(...) dat het in deze op zichzelf niet gaat om de omvang van de transacties of om de daardoor veroorzaakte koersstijging, maar dat het gaat om het geheel van feitelijke handelingen die zijn geconstateerd, zoals de wijze waarop eiseres heeft gehandeld in het aandeel NedSense en de koersstijgingen die tot stand zijn gekomen. Uitgangspunten vormen de timing, de omvang en de prijslimiet van de transacties in onderlinge samenhang bezien, waarbij in dit geval met relatief kleine transacties een relatief grote reactie op de koers teweeg is gebracht." De Rechtbank Rotterdam verwijst naar objectieve factoren, die kunnen wijzen op de intentie van de handelaar.
14. Meer concreet stelt de Rechtbank Rotterdam dat het handelsgedrag op momenten niet rationeel was (ov. 5.4). Zo wijst de Rechtbank Rotterdam onder meer op het volgende handelsgedrag: "(...) dat eiseres het aanbod op een lagere gelegen koersniveau met enkele aandelen overvraagt, waardoor de gehele order op een hoger koersniveau terecht komt". Hiermee wordt bedoeld op enkele kooporders van Accent Grave die net iets te groot waren, waardoor een klein deel van de kooporder diende te worden uitgevoerd tegen een hogere prijs (ov. 5.4; zie ook paragraaf 68 en 70 beslissing op bezwaar). Hoewel dit handelsgedrag op zichzelf is toegestaan, zag de Rechtbank Rotterdam hierin kennelijk een aanwijzing voor de verkeerde intentie van de handelaar.
15. Verder stelt de Rechtbank Rotterdam dat de handelaar de aandelen niet altijd tegen het laagste bedrag heeft aangeschaft: "Indien hij de aandelen op een zo laag mogelijke prijs wilde verkrijgen, zou de handelaar op verschillende momenten aandelen voor een lager bedrag hebben kunnen aanschaffen." Hiermee wordt bedoeld op twee momenten waarop de handelaar niet kocht toen de koers laag was, terwijl dat wel had gekund, maar pas even later toen de koers hoger was (zie ook paragraaf 68 en 70 beslissing op bezwaar). Dit handelsgedrag is op zich toegestaan en is niet per se strijdig met het doel om een positie op te bouwen tegen een zo laag mogelijk bedrag. Het gedrag van andere marktpartijen en het verloop van de koers is nu eenmaal niet te voorspellen. Voor de Rechtbank Rotterdam was dit evenwel een aanwijzing voor de verkeerde intentie van de handelaar.
16. Tegen de aantijgingen is uitvoerig verweer gevoerd. Zo stelt de handelaar te hebben gehandeld naar aanleiding van een nieuwsbericht en het intrekken ervan. De voorzieningenrechter achtte dit een contra-indicatie voor marktmanipulatie. De Rechtbank Rotterdam vond dit geen contra-indicatie: "(...) dat aan het persbericht niet de betekenis toekomt die eiseres daaraan gehecht wenst te zien, omdat de aanleiding voor de transacties niet relevant is. Daarom is ook niet relevant of het persbericht al dan niet nieuws bleek te bevatten." Deze redenering is moeilijk te volgen. De aanleiding van de transacties is wel degelijk relevant. Indien de transacties werden gedreven door nieuwe informatie, waren zij mogelijk goed voor de prijsvorming en vormden zij mogelijk een

aanwijzing dat de handelaar niet de intentie had om te manipuleren en tevens dat de koers niet naar een kunstmatig niveau is gebracht.

17. Een relevant aspect in deze zaak is nagenoeg onbehandeld gelaten. Indien een order inzake NedSense bij uitvoering een koersverandering van meer dan 10% zou veroorzaken, wordt de order uit voorzorg (deels) gereserveerd. Vervolgens krijgen Euronext members hierover een bericht en vindt er een veiling plaats. In feite wordt hiermee getracht liquiditeit aan te trekken van andere members van Euronext. Het feit dat in dergelijke omstandigheden een reservering plaatsvindt en de markt wordt ingelicht, maakt manipulatie in beginsel moeilijker. Mogelijk dat dit een argument is dat er geen intentie tot manipulatie was. De Rechtbank Rotterdam gaat hier niet op in.
18. De slotsom is dat het bewijs van manipulatie door tegengestelde transacties delicaat is. In de praktijk wordt gekeken naar de transacties en welke aanwijzingen hieruit kunnen worden afgeleid ten aanzien van de bedoeling van de handelaar. Daarbij wordt vooral gelet op afwijkingen van rationeel handelsgedrag of transacties die strijdig zijn met geuite doelstellingen. In mijn optiek zou in de toekomst meer aandacht mogen worden besteed aan contra-indicaties. Die zijn nu door de Rechtbank Rotterdam vrij kort weggeschreven.