

**M. Nelemans, Annotation IMC case re: trading, stop loss order and manipulation (in Dutch),  
*Jurisprudence Business & Law*, 22 February 2012 (joint work with Carolien Bruil)**

College van Beroep voor het bedrijfsleven 22 februari 2012

IMC Securities B.V. / Stichting Autoriteit Financiële Markten

Auteurs noot: mr.dr. M. Nelemans en mr. C. Bruil

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

1. Met deze uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBB) is na meer dan vijf jaar een einde gekomen aan de juridische procesvoering tussen IMC Securities B.V. (hierna: IMC) en Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). De IMC-zaak begon in 2006 met de oplegging van een boete van EUR 87.125 vanwege overtreding van het verbod van transactiemaniplatie. Toentertijd was het betreffende verbod opgenomen in art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 (oud). Op 1 januari 2007 is dit verbod verplaatst naar art. 5:58 lid 1 sub b Wft. Het verbod houdt in dat het niet is toegestaan om een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die instrumenten op een kunstmatig niveau te houden.
2. De AFM kwam tot een boeteoplegging vanwege de volgende feiten. IMC beschikte over informatie waaruit kon worden afgeleid dat ABN AMRO Bank N.V. een stop loss order had ingelegd voor aandelen Wereldhave N.V. IMC berekende dat de stop loss order getriggerd zou worden bij een koers van ongeveer EUR 77,75. Op 19 oktober 2005 legde IMC bij een koers van EUR 80,35 een relatief grote verkooporder in met een limiet van EUR 76,50. Hierdoor daalde de prijs van het aandeel Wereldhave, hetgeen de stop loss order van ABN AMRO triggerde. Als gevolg hiervan daalde de koers binnen een seconde verder tot EUR 73,00. IMC had eerder een kooporder ingelegd voor een pakket aandelen tegen een prijs van EUR 73,00. IMC kon derhalve de verkochte aandelen terugkopen tegen die lagere prijs.
3. Na de bezwaarprocedure bij de AFM stelde IMC beroep in bij de Rechtbank Rotterdam. De boete werd door de rechtbank gematigd tot een bedrag van EUR 20.000 (Rb Rotterdam, 20 december 2007, *JOR* 2008, 46 m.nt. Nelemans). Zowel IMC als de AFM stelde vervolgens hoger beroep in bij het CBB. Het CBB deed de zaak op een aantal onderdelen af, waaronder het vraagstuk over de kunstmatigheid (overweging 6.2), en legde een prejudiciële vraag voor aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: het Hof). De prejudiciële vraag betrof de uitleg van het bestanddeel "houden" in het verbod van transactiemaniplatie (CBB, 6 november 2009, *JOR* 2010, 18 m.nt. Nelemans).
4. Ruim anderhalf jaar later oordeelde het Hof dat het begrip "houden" niet impliceert dat de koers gedurende een bepaald tijdsverloop een abnormaal of een kunstmatig niveau dient te behouden (HvJ 7 juli 2011, zaak C-445/09; *JOR* 2011, 305 m.nt. Nelemans en Živković). Dit was in lijn met de redenering van de Rechtbank Rotterdam. In de onderhavige uitspraak van het CBB is uitsluitend nog van belang hoe het CBB de uitspraak van het Hof toepast en hoe het CBB oordeelt over de resterende grieven die niet in de verwijzingsuitspraak zijn behandeld. Het betreft de grieven die betrekking hadden op het lex certa-beginsel (art. 7 EVRM) en de hoogte van de boete. Deze punten worden hieronder kort besproken.

5. Het eerste punt is dat het CBb de interpretatie van het begrip "houden" van het Hof overneemt. Dit lijkt een logische gevolgtrekking, omdat de richtlijn marktmisbruik volledige harmonisatie voorschrijft en de uitleg van deze richtlijn door het Hof derhalve dient te worden gehanteerd bij de toepassing van de Nederlandse implementatiebepalingen. Echter, gegeven de tamelijk recente uitspraken van de Hoge Raad in de Landis- en de VPV-zaak is het niet vanzelfsprekend dat arresten van het Hof door Nederlandse rechters worden gevolgd (zie hierover de noot van Hoff bij HR 5 juli 2011, *JOR* 2011, 293 en HR 5 juli 2011, *JOR* 2011, 294). In deze twee uitspraken wordt het Spector-arrest van het Hof op belangrijke punten genegeerd.
6. Een volgend punt is dat IMC heeft betoogd dat sprake zou zijn van schending van het in art. 7 EVRM besloten lex certa-beginsel. Volgens IMC zou het onvoldoende duidelijk zijn geweest dat onder het begrip "houden" ook "brengen" diende te worden verstaan. Dit betoog was evenwel voor het CBb eenvoudig te weerleggen. Zo is het stellen van een prejudiciële vraag door een rechter op zichzelf onvoldoende om een geslaagd beroep te kunnen doen op art. 7 EVRM. Daarnaast volgt uit de artikelsgewijze toelichting bij art. 46b Wte 1995 (oud) dat de wetgever heeft geëxpliciteerd dat onder "houden" van een koers op een kunstmatig niveau tevens "brengen" moet worden verstaan.
7. Ten slotte neemt het CBb in deze uitspraak bij de bepaling van de hoogte van de boete, naast de ernst van de overtreding en het genoten voordeel, twee andere punten in aanmerking: (i) het door de AFM afgegeven signaal over eventuele sancties; en (ii) de redelijke termijn. Het CBb houdt rekening met het feit dat IMC telefonisch met de AFM heeft gesproken over de intensiteit van een eventuele reactie van de AFM, waarbij de AFM meldde: *"Je hoeft geen angst te hebben voor een kind met een mitrailleur."* Mede om die reden acht het CBb een boete van EUR 50.000 "passend en geboden". Het CBb verlaagt dit bedrag vervolgens met 5% conform vaste rechtspraak (zie HR 19 december 2008, *LJN* BD0191) vanwege overschrijding van de redelijke termijn in hoger beroep, waarbij rekening is gehouden met de tijd besteed aan de beantwoording van de prejudiciële vraag.
8. In dezelfde periode waarin de IMC-zaak is afgerond wordt tevens de basis gelegd voor de Europese hervorming van de marktmisbruikregelgeving. Het is goed om stil te staan bij deze ontwikkelingen voor zover zij betrekking hebben op het verbod van transactiemanipulatie. De Europese Commissie heeft op 20 oktober 2011 twee voorstellen gedaan. Ten eerste heeft de Commissie een voorstel gepubliceerd voor een verordening marktmisbruik die de huidige richtlijn marktmisbruik zou moeten gaan vervangen (COM(2011) 651 def.). Het tweede voorstel is een richtlijn die de sanctionering van marktmisbruik verder zou moeten harmoniseren (COM(2011) 654 def.). Zie over deze voorstellen ook M. Siems en M. Nelemans, *The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?*, 19 *MJ* 1 (2012).
9. Het meest in het oog springende voorstel ten aanzien van transactiemanipulatie is dat ook de poging ertoe verboden zal worden (art. 8 lid 2 van de voorgestelde verordening): *"Voor de toepassing van deze verordening omvat een poging tot marktmanipulatie het volgende: (a) het trachten een transactie aan te gaan, trachten een order te plaatsen of trachten een andere gedraging te verrichten als omschreven in lid 1, onder a) of b); (...)." Opmerkelijk genoeg betekent dit dat "het trachten een transactie aan te gaan" of het "trachten een order te plaatsen" reeds een overtreding van het verbod kan inhouden. Er wordt namelijk niet expliciet verwezen naar de door de persoon beoogde gevolgen van dergelijke gedragingen (d.w.z. het ontstaan van een kunstmatige koers of misleidende signalen).*

10. Het lijkt erop dat de Europese Commissie de definitie van voltooide transactiemaniplatie heeft genomen en bij het formuleren van de pogingvariant meer aandacht heeft gehad voor de gedraging zelf dan voor het beoogde gevolg van de gedraging. Daarbij komt dat de Europese Commissie onvoldoende beseft lijkt te hebben gehad van het feit dat de definitie van voltooide transactiemaniplatie geen subjectief bestanddeel bevat waarop bij een poging zou kunnen worden teruggevallen. De Europese wetgever heeft in 2003 bewust geen subjectief bestanddeel opgenomen omdat het zou gaan om "het gedrag van de betrokken personen en niet o[m] hun bedoeling of oogmerk" (zie COM(2001) 281 def., p. 6).
11. De Europese Commissie wil het nu mogelijk maken dat toezichthouders kunnen optreden als een "intentie tot marktmanipulatie" bestaat terwijl er geen impact is op de koers of zelfs geen transactie is uitgevoerd (paragraaf 3.4.1.4. en considerans 39 van de voorgestelde verordening). Daarmee zou de pogingvariant zeer vroeg aangrijpen. Ondanks dat de "intentie tot marktmanipulatie" cruciaal wordt geacht, ook door de Europese Commissie, bevat de voorgestelde pogingvariant geen subjectief bestanddeel. Daarnaast hoeft er ook geen daadwerkelijke uitvoering te zijn van het voornemen, namelijk het verrichten van transacties of het inleggen van orders. Dit maakt deze pogingvariant o.i. ongeschikt als strafbepaling. Het is te hopen dat het Europees Parlement de bepaling zal aanscherpen.
12. Mocht de Europese wetgever besluiten een subjectief bestanddeel op te nemen in de pogingvariant, is de vraag of dit bestanddeel ook zou moeten worden opgenomen in de definitie van voltooide transactiemaniplatie. Dit is evenwel niet meteen noodzakelijk. Bij voltooide transactiemaniplatie moeten toezichthouders namelijk bewijs leveren van een kunstmatige koers of misleidende signalen. Zij worden derhalve in beginsel gedwongen te onderbouwen dat een persoon de transacties heeft verricht met het doel of de intentie om de koers te manipuleren. Anders is het doorgaans lastig te bewijzen dat sprake is van een *kunstmatig of misleidend* gevolg. Daarbij zij opgemerkt dat de AFM en rechters in de praktijk nog steeds weinig aandacht besteden aan de motivering van het bewijs van het *kunstmatige of misleidende* gevolg.
13. In de voorgestelde verordening staan naast de invoering van een poging tot marktmanipulatie nog twee andere voorstellen die betrekking hebben op het verbod van transactiemaniplatie. De Europese Commissie noemt specifieke voorbeelden van transactiemaniplatie die verband houden met geautomatiseerde handelsmethoden. Hiermee wijzigt de reikwijdte van het verbod evenwel niet. De genoemde voorbeelden (zoals stuffing, layering en spoofing) zijn primair bedoeld ter verduidelijking van het bestaande verbod. Ten tweede vervalt de mogelijkheid voor nationale wetgevers om geaccepteerde marktpraktijken te formuleren. Deze mogelijkheid om de reikwijdte van het verbod te beperken, houdt dus op te bestaan. De bestaande geaccepteerde marktpartijen zullen ook verdwijnen, een jaar na de datum waarop de verordening in werking treedt.
14. Getuige de IMC-zaak is het voor marktpartijen goed om reeds vroeg, uiterlijk op de datum van inwerkingtreding (die nu nog onbekend is), op de hoogte te zijn van de implicaties van de gewijzigde regelgeving. Er breekt weer een nieuw hoofdstuk aan.