

Annotation Qurius case re: marking-the-close and manipulation (in Dutch), *Jurisprudence Business & Law*, 16 December 2010 (joint work with Diane Živković)

Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 16 december 2010 (LJN BP0011)

Auteurs noot: mr.dr.s. M. Nelemans en mr. D. Živković

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

1. De onderhavige zaak is de eerste zaak in Nederland waarin een particuliere belegger is beboet voor handelsgedrag dat in essentie is aan te merken als marking-the-close. De omschrijving van de Committee of European Securities Regulators (inmiddels opgegaan in de European Securities and Markets Authority) van dit gedrag is als volgt: "This practice involves deliberately buying or selling securities or derivatives contracts at the close of the market in an effort to alter the closing price of the security or derivatives contract" (CESR/04-505b, 11 mei 2005, p. 12). De belegger zou met het verrichten van transacties aan het einde van de dag artikel 5:58 lid 1 sub b Wft, het verbod van marktmanipulatie, hebben overtreden aangezien de transacties zouden hebben geleid tot een kunstmatig koersniveau.
2. Het feitencomplex is als volgt. De belegger heeft over een periode van ruim een jaar veelvuldig één aandeel gekocht in een tweetal beursgenoteerde fondsen (waarin hij reeds een positie had), vaak tegen het einde van de handelsdag. In een deel van de gevallen hebben de transacties gezorgd voor een uptick gedurende de dag of aan het einde van de dag. De uptick had doorgaans de grootte van 1 eurocent. De upticks vlak voor de sluiting van de markt hadden in bepaalde gevallen als gevolg dat de slotkoers iets hoger werd vastgepind. Verder heeft de belegger voor en na deze transacties regelmatig positieve berichten geplaatst op het internetforum www.iex.nl. De AFM heeft de belegger een boete opgelegd van EUR 24.000 voor marktmanipulatie. De belegger is opgekomen tegen vroegtijdige publicatie van de boete. Dit verzoek werd door de Rechtbank Rotterdam afgewezen.
3. Artikel 5:58 lid 1 sub b Wft verbiedt het verrichten of bewerkstelligen van transacties "teneinde de koers (...) op een kunstmatig niveau te houden". Het woord 'teneinde' suggereert dat sprake moet zijn van 'opzet' of 'intentie' op het kunstmatige koersniveau. Uit de Europese totstandkomingsgeschiedenis volgt echter dat de Europese wetgever geen subjectief bestanddeel heeft willen invoeren. De Nederlandse wetgever heeft het begrip 'teneinde' waarschijnlijk afgeleid van een (gebrekkige) Nederlandse taalversie van de richtlijn marktmissbruik waarin het begrip 'om' wordt gebruikt, hetgeen afwijkt van de overige taalversies waarin de begrippen 'die' of 'welke' worden gehanteerd. Dit zou eventueel kunnen worden overbrugd door een richtlijnconforme interpretatie (zie M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 184 e.v.).
4. Het voorgaande is mogelijk de reden dat de voorzieningenrechter in het midden heeft gelaten of voor een overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub b Wft vereist is dat een belegger de koers op een kunstmatig niveau heeft gehouden (r.o. 2.3.5). De voorzieningenrechter stelt vast dat de transacties van de verzoeker effect hebben gehad op de koers van de aandelen (r.o. 2.3.5) en dat het aannemelijk is dat verzoeker met zijn handelen de intentie had om de koers van de aandelen op een kunstmatig niveau te houden (r.o. 2.3.6). De voorzieningenrechter heeft echter niet expliciet beoordeeld of de belegger met zijn handelsgedrag, zoals

de AFM stelt, de koers daadwerkelijk op een kunstmatig niveau heeft gehouden. In zoverre is de onderbouwing van de voorzieningenrechter aan de magere kant.

5. Alvorens nader in te gaan op de onderhavige zaak, wordt ter toelichting eerst kort stilgestaan bij de prijs van aandelen. Er is niet één prijs voor aandelen. Een belegger wordt altijd geconfronteerd met twee verschillende prijzen, zijnde de bied- en de laatprijs van een aandeel. Het verschil tussen deze twee prijzen is de bid-ask spread. Een belegger die van een market maker een aandeel koopt, zal handelen tegen de (hogere) laatprijs en een belegger die aan de market maker een aandeel verkoopt zal handelen tegen de (lagere) biedprijs. De prijs die publiekelijk wordt vermeld en die als officiële prijs geldt is de prijs van de laatste transactie (op een bepaald moment). Dit betekent dat de koers regelmatig zal verspringen tussen de bied- en de laatprijs ter grootte van de bid-ask spread (Nelemans 2007, p. 50).
6. Transacties kunnen resulteren in een uptick, zero uptick, downtick of zero downtick. Stel dat een market maker een biedprijs van 1,05 euro en een laatprijs van 1,06 euro afgeeft en dat deze prijzen (voorlopig) niet veranderen. Verder wordt aangenomen dat een belegger op $T=0$ aandelen heeft verkocht aan een market maker en dat de koers derhalve 1,05 euro is. Indien vervolgens een belegger op $T=1$ een kooptransactie verricht, verspringt de koers van 1,05 euro naar 1,06 euro en wordt gesproken van een uptick. Als een belegger vervolgens op $T=2$ een kooptransactie verricht, zal de koers gelijk blijven aan 1,06 euro. Dit is de zogenaamde zero uptick. Het omgekeerde geldt voor verkooptransacties. Bij een verkooptransactie op $T=3$ zal de koers verspringen van 1,06 euro naar 1,05 euro. Dit is een downtick. Indien er vervolgens op $T=4$ weer een verkooptransactie volgt, leidt deze tot een zero downtick en zal de koers blijven staan op 1,05 euro (Nelemans 2007, p. 50).
7. Het is de vraag waarom een belegger de koers door middel van een uptick zou willen manipuleren. Ten eerste heeft de door de uptick veroorzaakte koersverandering slechts een beperkte grootte, namelijk die van de bid-ask spread. Ten tweede is de kans groot dat de uptick wordt opgevolgd door een downtick, tenzij de marktpartij de laatste transactie verricht voor de sluiting van de beurs en daarmee de slotkoers beïnvloedt. Toch kan een marktpartij baat hebben bij een hogere slotkoers, bijvoorbeeld wanneer zijn verplichtingen of prestaties worden afgemeten aan de slotkoers op een bepaalde dag. Zo kan een marktpartij baat hebben bij een hogere slotkoers indien hij anders niet zou kunnen voldoen aan marginverplichtingen. Verder kan een marktpartij een voordeel hebben bij een hogere slotkoers indien deze doorwerkt in zijn salaris of zijn bonus.
8. In een marking-the-close zaak is er meestal niet meer bewijs dan dat een belegger opvallend vaak of met een zekere regelmaat de laatste (koop)transactie van de dag verricht. Met dergelijke omstandigheden is het in beginsel lastig te bewijzen dat de transacties tot een kunstmatig koersniveau hebben geleid. Het is namelijk niet verboden om de laatste (koop)transactie van de dag te verrichten en ook niet om dit vaker te doen. Het bewijs zou wel zijn te leveren indien de belegger duidelijk voordeel zou hebben gehad bij een hogere slotkoers en afwijkend gedrag vertoonde (zie M. Nelemans, *Marktmisbruik*, in: F.G.H. Kristen e.a., *Bijzonder strafrecht*, Den Haag: Boom/Lemma 2011, p. 304). In de onderhavige zaak was er evenwel geen duidelijk voordeel. Niettemin was het bewijs minder lastig te leveren nu de belegger had toegeven de koers hoger te hebben willen zetten om te voorkomen dat de koers verder zou dalen. De onderhavige zaak bevestigt dat een dergelijke bekenntenis voldoende kan zijn om aannemelijk te maken dat upticks tot een kunstmatig koersniveau hebben geleid.

9. Niet kan worden uitgesloten dat een marktpartij die geregeld de laatste transactie van de dag verricht en de slotkoers daarmee beïnvloedt, handelt op basis van (markt)informatie hetgeen doorgaans een positieve bijdrage levert aan de prijsvorming. In de onderhavige zaak heeft de advocaat ook aangevoerd dat de transacties gelegitimeerd waren vanwege de (positieve) verwachtingen over het koersverloop. De AFM oordeelde evenwel dat het vastgestelde oogmerk van de belegger (op basis van de bekentenis) aan deze alternatieve verklaring in de weg stond. Overigens is het opvallend dat de AFM stelt dat de postings op het internetforum gelet op de timing (rondom de transacties) en de enthousiasmerende aard ervan, zouden hebben bijgedragen aan het beeld dat het handelen er op was gericht om de koers te beïnvloeden. Dit was een overtuigend argument geweest als de AFM had aangetoond dat de postings onjuist of misleidend waren. Echter, omdat de AFM dit niet heeft gedaan, is het maar de vraag of de postings bijdragen aan het vaststellen van het oogmerk.

10. Volgens artikel 5:58 lid 1 sub b Wft is het verboden om transacties te verrichten “teneinde de koers van financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden”. Op dit moment ligt er een prejudiciële vraag voor bij het Hof van Justitie (CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18 m.nt. Nelemans). De concrete vraag is of het begrip ‘houden’ zodanig dient te worden uitgelegd dat ook transacties onder het verbod vallen die de koers naar een kunstmatig niveau ‘brengen’. De AFM stelt in de onderhavige zaak (voorzichtig) dat de koers op een kunstmatig niveau is ‘gehouden’, en baseert dit op de duur, het stelselmatige karakter en de timing van de handelwijze. Deze onderbouwing mist evenwel de nodige scherppte zeker nu een uptick lijkt te duiden op het brengen van de koers naar een bepaald niveau. Dit zou anders kunnen zijn bij een zero uptick waarbij de koers gelijk blijft.