

**M. Nelemans, Annotation BRSG case re: arbitrage, rights issue and manipulation (in Dutch),
*Jurisprudence Business & Law, 21 March 2012***

Rechtbank Rotterdam 21 maart 2012

BRSG Advisors SA / Stichting Autoriteit Financiële Markten

Auteurs noot: mr. dr. M. Nelemans en mr. J.L. Zeeman

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

1. Op 27 november 2009 kondigde ING Groep N.V. (ING) een voorkeursrechtmissie aan om de eigen kapitaalpositie te versterken en een deel van de staatssteun af te lossen. In een voorkeursrechtmissie krijgen bestaande aandeelhouders claims toegekend waarmee zij nieuwe aandelen in het kapitaal van de vennootschap kunnen kopen. Aandeelhouders die niet in een claimemissie willen deelnemen, kunnen de claims verkopen. Zodoende bestaat gedurende een claimemissie handel in zowel genoteerde claims als in genoteerde aandelen. Op NYSE Euronext Amsterdam kon in de periode van 30 november 2009 tot 15 december 2009 worden gehandeld in claims ING.
2. BRSG Advisors SA (BRSG) handelde in zowel genoteerde claims ING als in genoteerde aandelen ING. BRSG arbitreerde in mogelijke prijsverschillen tussen beide koersen. Dat deed BRSG door in de fase voorafgaand aan de openings- en slotveiling bestens orders in te leggen voor (i) de koop van claims ING en (ii) de verkoop van aandelen ING. BRSG legde regelmatig grotere orders in voor de aankoop van claims dan voor het afdekken (*hedgen*) van deze positie met verkooporders aandelen ING. Het surplus aan claims werd soms een aantal seconden voor de start van de veiling door BRSG geannuleerd.
3. De Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) kwam tot de conclusie dat in vijf van de zes onderzochte veilingen van de handelswijze van BRSG misleiding te duchten was met betrekking tot de vraag naar en de koers van claims ING. De AFM legde BRSG een bestuurlijk boete op van EUR 240.000 voor overtreding van het verbod van marktmanipulatie zoals opgenomen in artikel 5:58 lid 1 sub a Wft. BRSG heeft vervolgens tevergeefs de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam verzocht om de publicatie van het boetebesluit te schorsen. In het navolgende zal een aantal onderwerpen worden besproken die wat ons betreft het meest relevant zijn.
4. De hoofdvraag in deze zaak is in hoeverre het handelsgedrag van BRSG heeft geleid tot een onjuist of misleidend signaal met betrekking tot de vraag naar of de koers van claims ING, althans of dit gevolg te duchten is geweest. Volgens de AFM en de voorzieningenrechter leidde het intrekken van de bestens orders enkele seconden voor de opening van de veiling tot een vertekend beeld van de vraag naar claims. Volgens de voorzieningenrechter kan ervan worden uitgegaan dat een redelijk handelend belegger op het verkeerde been is gezet door het vlak voor opening van de veiling terugtrekken van een significante kooporder (r.o. 8.4 en 8.5).
5. Voorop moet worden gesteld dat het intrekken van een order, op welk moment dan ook, in beginsel legitiem is. Er is geen regel die voorschrijft dat een eenmaal ingelegde order ook dient te worden gehandhaafd. Er is ook geen regel die voorschrijft vanaf welk moment een order niet meer zou mogen worden ingetrokken. Echter, het intrekken van een order kan onder omstandigheden resulteren in onjuiste of misleidende signalen ten aanzien van de vraag of het aanbod. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen als de order wordt ingelegd met de intentie om deze niet uit te voeren. Dan wordt slechts de indruk gewekt dat er wezenlijke vraag of aanbod is.

6. Verschillende bronnen definiëren gedrag dat betrekking heeft op het intrekken van orders. De AFM verwijst naar de "Joint Guidance on Auction Manipulation" van juni 2010 (p. 1). Ook in de "CESR Guidelines – MAD Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market" (p. 11 en 16) wordt verwezen naar het inleggen van orders zonder intentie om deze uit te voeren. Ten slotte wordt in het voorstel van de Europese Commissie van oktober 2011 voor een nieuwe verordening marktmisbruik expliciet verwezen naar het inleggen van orders met andere bedoelingen dan uitvoering (artikel 8 lid 3 sub c).
7. De wezenlijke test in situaties waarin met enige regelmaat orders worden ingetrokken, is vaak de intentie waarmee het intrekken gebeurt. Het verbod van marktmanipulatie bevat geen subjectief bestanddeel, zoals opzet of een oogmerk. Echter, een oordeel over de veronderstelde beweegredenen van een marktpartij zijn nodig om een schifting te kunnen maken tussen het legitiem intrekken van orders en handelsgedrag dat mogelijk resulteert in onjuiste of misleidende signalen. Het probleem hierbij is uiteraard dat de werkelijke beweegredenen in de praktijk lastig zijn te achterhalen. Derhalve speelt in dit soort situaties *circumstantial evidence* een belangrijke rol.
8. Een toezichthouder zou het bewijs kunnen leveren dat orders zijn ingelegd zonder intentie om deze uit te voeren indien er bijvoorbeeld een zeker opvallend patroon bestaat, het handelsgedrag niet overeenkomt met hoe de marktpartij normaal handelt en/of met het intrekken een duidelijk voordeel zou kunnen worden behaald. Het is niet toegestaan de bewijslast bij de marktpartij te leggen. Deze draagt evenwel een bewijsvoeringslast en wordt derhalve geacht uitleg te geven over de beweegredenen. Indien de ingetrokken orders relatief groot zijn, althans een grote impact kunnen hebben, mogen extra eisen worden gesteld aan deze toelichting.
9. In de onderhavige zaak lijkt de AFM met name het handelspatroon te hebben aangewend om aan te tonen dat BRSG geen intentie had om de orders uit te voeren en derhalve met haar orders onjuiste en/of misleidende signalen heeft afgegeven: "BRSG [heeft] in deze periode in vijf veilingen stelselmatig bestens kooporders (...) ingelegd in de claims en deze vervolgens op een zeer laat tijdstip gedurende de veiling (...) geannuleerd" (paragraaf 2.2). Dit is in essentie de basis voor de boeteoplegging. BRSG heeft argumenten aangevoerd waarom zij geen intentie had om de orders niet uit te voeren. Deze zijn evenwel door de AFM van tegenargumenten voorzien.
10. In dit soort zaken is regelmatig waar te nemen dat een toezichthouder het argument van een manipulatief voordeel oneigenlijk of onkundig inzet. Dat is ook in deze zaak het geval. De AFM stelt het volgende: "In die gevallen waarin BRSG arbitreerde trachtte BRSG de opbrengst van de arbitragetransactie te verhogen door de grote ongedekte bestens order kort voor de veiling te annuleren om daarmee de prijs van de claim te verlagen. Dat BRSG met haar arbitragetransacties een positief resultaat heeft weten te behalen is hiervoor in onderdeel 1.2 van dit besluit uiteengezet" (paragraaf 2.3.3). Hier gaat de analyse van de AFM mank.
11. De AFM heeft inderdaad uiteengezet dat BRSG met haar arbitragetransacties een positief resultaat heeft weten te behalen. Echter, dit resultaat staat los van het intrekken van de orders. Dit zou enkel anders zijn indien de AFM zou hebben aangetoond dat de beïnvloeding van de Theoretische Openingsprijs (TOP) en het Theoretisch Openingsvolume (TOV) tot een lagere (abnormale of kunstmatige) openings- of slotkoers zou hebben geleid. Die conclusie heeft de AFM niet willen trekken. De AFM heeft ingezet op een overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a Wft, het veroorzaken van onjuiste of misleidende signalen, en niet op een overtreding van art. 5:58 lid 1 sub b Wft, het veroorzaken van een abnormale of kunstmatige koers.

12. De stelling van de AFM dat BRSG heeft getracht de opbrengst van de arbitragetransactie te verhogen door de prijs van de claim te verlagen, wordt niet door de AFM onderbouwd. De AFM had in ieder geval aannemelijk moeten maken dat BRSG de openings- of slotkoers heeft kunnen beïnvloeden. Daarbij zij opgemerkt dat er vijf seconden of minder waren gelegen tussen het intrekken van de orders en het vaststellen van de koers. Dit lijkt kort maar is in termen van professionele handel regelmatig ook een tamelijke lange periode. De meeste handel vindt namelijk vaak plaats in de laatste seconden voor het vaststellen van de koers.
13. BRSG stelt dat zij de orders uiteindelijk niet heeft uitgevoerd omdat zij beoogde een verschil tussen de prijs van de claims en die van de aandelen (spread) van 1,5% te behalen. Dit was onderdeel van de strategie van BRSG die bestond uit (i) het verrichten van arbitragehandel en (ii) het innemen van *long positions*. De bestens orders werden geannuleerd wanneer de beoogde spread van 1,5% niet kon worden behaald. Volgens de AFM is de door BRSG beoogde spread in geen van de onderzochte veilingen behaald. Het is niet duidelijk of deze spread wel in de andere, niet onderzochte veilingen is behaald.
14. De 1,5%-doelstelling kan dienen als verklaring waarom de orders werden ingetrokken. Het zou ook als argument kunnen worden gezien dat er geen intentie was om de orders niet uit te voeren. Het punt is evenwel dat BRSG wellicht op een bepaald moment had kunnen inzien dat de 1,5%-doelstelling op dat moment niet realistisch was en dat zij ofwel genoeg had moeten nemen met een lagere spread of niet langer *long positions* in een dergelijke onwelgevallige markt had moeten willen opbouwen. Het lijkt erop dat het doorgaan met het intrekken van de orders op een gegeven moment niet meer kon worden verantwoord met de hoop op een spread van 1,5%.
15. Een ander verweer van BRSG is dat derden voldoende tijd zouden hebben gehad om te reageren op het handelen van BRSG. De AFM stelt dat het niet relevant is of de TOP en het TOV nog na het annuleren door BRSG wijzigden. De voorzieningenrechter merkt op dat "wellicht nog wel relevant [is] hoeveel tijd er is gelegen tussen de inleg en intrekking van de bestensorders en hoeveel tijd is gelegen tussen de intrekking en de opening van de veiling. Daarbij is echter niet als zodanig maatgevend of iedere belegger nog kan reageren op de annulering. BRSG wordt immers niet het verwijt gemaakt dat zij de koers op een kunstmatig niveau heeft gebracht (...)" (r.o. 8.9).
16. De duur dat de order in het orderboek heeft gestaan kan inderdaad worden gebruikt om een inschatting te maken van de duur en/of de omvang van eventuele onjuiste of misleidende signalen. Deze inschatting is van belang bij toepassing van artikel 5:58 lid 1 sub a Wft. Echter, nu de AFM meermaals stelt dat BRSG een strategie heeft gevoerd om de openings- of slotkoers te beïnvloeden en op zijn minst de suggestie wekt dat hiermee een voordeel is behaald (paragraaf 2.3.3 en 2.3.7), is het onjuist dat de AFM en de voorzieningenrechter de periode tussen de terugtrekking en het begin van de veiling als irrelevant aanmerken.
17. Ten slotte is de vraag of de handelswijze van BRSG door kan gaan als algemeen geaccepteerde handelspraktijk. De voorzieningenrechter stelt dat BRSG niet aannemelijk heeft gemaakt dat het gaat om een geaccepteerde handelspraktijk (r.o. 8.11). Voorts verwijst de voorzieningenrechter naar de Joint Guidance on Auction Manipulation en stelt dat de handelswijze van BRSG geen algemeen geaccepteerde handelspraktijk lijkt op te leveren (r.o. 8.11). Niet wordt opgemerkt dat in Nederland slechts één "gebruikelijke marktpraktijk" is geaccepteerd, namelijk voor liquiditeit verhogend contracten, welke in de onderhavige situatie irrelevant is.

18. De voorzieningenrechter lijkt derhalve te hebben gekozen voor een inhoudelijke beoordeling van het handelsgedrag van BRSG. Het punt is evenwel dat het formuleren van een "gebruikelijke marktpraktijk" dient te worden geïnstigeerd door de toezichthouder. Vervolgens dient de minister van Financiën een AMvB uit te vaardigen voordat de gebruikelijke marktpraktijk kan worden ingeroepen. Daarbij dient de marktpartij dan tevens aan te tonen dat hij gerechtvaardigde beweegredenen heeft gehad. Het is derhalve niet geheel te volgen op welke grond de voorzieningenrechter zich over de "gebruikelijke marktpraktijk" heeft uitgelaten.