

**M. Nelemans, Annotation Versatel case re: trading, stop loss order and manipulation (in Dutch),
Jurisprudence Business & Law, 20 December 2007**

Rechtbank Rotterdam 20 december 2007

IMC Securities B.V. / Stichting Autoriteit Financiële Markten

Auteur noot: mr.dr. M. Nelemans

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

1. De Europese wetgever heeft in 2003 de richtlijn marktmisbruik (richtlijn 2003/6/EG) uitgevaardigd, waarin onder meer een verbod van marktmanipulatie is opgenomen. De Nederlandse wetgever heeft in 2005 via de Wet marktmisbruik (Stb. 2005, 346) het verbod van marktmanipulatie geïntroduceerd in het Nederlandse rechtssysteem. Het verbod van marktmanipulatie werd in eerste instantie neergelegd in art. 46b lid 1 Wte 1995 (oud) en werd bij de overgang naar de Wet op het financieel toezicht nagenoeg letterlijk overgenomen in art. 5:58 lid 1 Wft. De onderhavige zaak speelde zich af op het moment dat de oude bepaling nog in werking was. Het is interessant om te bezien hoe de rechtbank Rotterdam als eerste rechtbank het verbod uitlegt, vooral omdat bepaalde bestanddelen nog niet geheel zijn uitgekristalliseerd.
2. De gedragingen van IMC Securities B.V. (hierna: IMC) kunnen als volgt worden samengevat: IMC vernam op een bepaald moment dat ABN Amro Bank N.V. (hierna ABN Amro) een stop loss order had opgegeven met betrekking tot aandelen Wereldhave N.V., waardoor ABN Amro bij een bepaald laag koersniveau automatisch 5.000 aandelen zou verkopen. IMC schatte in dat de stop loss order mogelijk zou worden geactiveerd bij een koers van EUR 77,75. Op een gegeven moment was de koers van de aandelen EUR 80,35. IMC legde op dat moment een order in voor de verkoop van 10.000 aandelen met een limiet van EUR 76,50. Het gevolg was dat de stop loss order van ABN Amro werd geactiveerd en de koers wegzakte naar EUR 73,00. Aangezien IMC ook een order had ingelegd voor de koop van 10.000 aandelen tegen een koers van EUR 73,00 kon IMC op dat moment de aandelen kopen tegen een discount.
3. De AFM heeft IMC vervolgens een boete van EUR 87.125,00 opgelegd voor het overtreden van art. 46b lid 1 sub b Wte 1995. Volgens dit artikel is het verboden om 'een transactie of handelsorder in effecten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die effecten op een kunstmatig niveau te houden'. De rechtbank Rotterdam snijdt drie kwesties aan die van belang zijn voor de toekomstige toepassing van het verbod. De eerste kwestie is de uitleg van het begrip 'teneinde'. De tweede kwestie is het onderscheid tussen de koers op een kunstmatig niveau houden en brengen. En de derde kwestie is het onderscheid tussen een natuurlijke en kunstmatige koers. Deze drie kwesties licht ik hieronder kort toe. Daarbij verwijs ik naar mijn proefschrift (M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie (diss. Tilburg)*, Deventer: Kluwer 2007).
4. De eerste kwestie is het begrip 'teneinde'. De rechtbank Rotterdam stelt dat dit begrip erop duidt dat er sprake moet zijn van enig oogmerk om de koers op een bepaald niveau te houden of te brengen (r.o. 2.4). Volgens de rechtbank Rotterdam had IMC een oogmerk en kon dat oogmerk worden afgeleid van het feitelijk handelen.
5. De vraag is evenwel of rechters in de toekomst ervan uit zouden moeten gaan dat art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 met het begrip 'teneinde' een oogmerkvereiste bevat en dat het oogmerk moet worden bewezen. Uit de Europese totstandkomingsgeschiedenis volgt namelijk 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 marktmisbruik waarin het begrip 'om' wordt gebruikt, wat afwijkt van de overige taalversies waarin de begrippen 'die' of 'welke' worden gehanteerd. Het begrip 'om' is te vergelijken met het begrip 'teneinde' en lijkt op een oogmerkvereiste. De begrippen 'die' of 'welke' wijzen meer op een causaal verband (Nelemans, p. 184-186).

6. Om art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 meer in overeenstemming te brengen met de Europese moederbepaling zou het begrip 'teneinde' mogelijk kunnen worden uitgelegd als 'waardoor' (Nelemans, p. 185-186). In de finale Nederlandse omzettingbepaling staat 'teneinde' en in het Conceptwetsvoorstel Wet Marktmisbruik 'waardoor'. Er is door de Nederlandse wetgever geen verantwoording afgelegd over de plotselinge keuze voor 'teneinde' in plaats van 'waardoor'. Indien het begrip 'teneinde' wordt uitgelegd als 'waardoor' zou er minder snel strijd zijn met de richtlijn marktmisbruik. Mocht er toch te weinig ruimte zijn voor deze uitleg, dan zal de Nederlandse wetgever in een nieuwe wetgevingsronde het begrip 'teneinde' moeten omzetten in het begrip 'die' of 'welke' (Nelemans, p. 184-186).
7. De tweede kwestie is het onderscheid tussen de koers op een kunstmatig niveau houden en brengen. De rechtbank Rotterdam oordeelt dat onder het begrip 'houden' tevens kan worden begrepen 'brengen' (r.o. 2.4). Ik ben het eens met deze ruime uitleg. Sommige mensen staan een beperkte uitleg voor op basis van grammaticale gronden. Een beperkte uitleg zorgt echter voor juridische en praktische fricties. Ik bespreek er twee.
8. Bij een beperkte uitleg zouden sommige manipulators wel en andere manipulators niet onder het verbod vallen, zelfs als zij identiek gedrag vertonen en identieke schade veroorzaken. Ik illustreer dit aan de hand van een voorbeeld. Stel dat de koers EUR 10 is en dat een manipulator een koersdruk van +2 Euro uitoefent. De koers stijgt dan van 10 Euro naar 12 Euro. Kort daarna zorgt een andere marktpartij voor een koersdruk van -2 Euro waardoor de koers daalt van 12 Euro naar 10 Euro. Dit is een geval waarin een manipulator de koers op een kunstmatig koersniveau heeft *gebracht*. Volgens een beperkte uitleg van het verbod zou dit gedrag mogelijk niet strafbaar zijn. Stel wederom dat de koers EUR 10 is en dat een manipulator een koersdruk van +2 Euro uitoefent. Echter, nu zal een andere marktpartij tegelijkertijd een koersdruk van -2 Euro uitoefenen. De koers blijft dan EUR 10. Dit is een geval waarin een manipulator de koers op een kunstmatig koersniveau heeft *gehouden*. Dit gedrag is wel strafbaar. Het is onwenselijk om de eerste manipulator wel onder het verbod te laten vallen en de tweede manipulator niet (Nelemans, p. 189-190).
9. Bij een beperkte uitleg zouden verder enkele lastige en mijns inziens overbodige discussies ontstaan rondom de uitleg van het begrip 'houden', meer in het bijzonder over wat de maximale bandbreedte van koersschommelingen mag zijn en de minimale duur van de nagenoeg gestabiliseerde koers moet zijn (Nelemans, p. 190).
10. De derde kwestie is het onderscheid tussen een natuurlijke en kunstmatige koers. De rechtbank Rotterdam oordeelt: 'Het handelen van eiseres was er op gericht dat die stop loss werd geraakt, zodat er een laatoverschot zou ontstaan en zij voor een veel lagere prijs aandelen kon aankopen en vervolgens weer tegen de 'normale' koers kon verkopen. Deze koersschommeling kwam aldus kunstmatig tot stand en vormde geen reële afspiegeling van de daadwerkelijke en financiële omstandigheden van de desbetreffende effectenuitgevende instellingen (r.o. 2.4).' De rechtbank Rotterdam is vrij kort over de relatie tussen de transacties en de kunstmatige koers. Hieronder ga ik nader in op de relatie.

11. Een marktpartij die met zijn transacties gedekte koersdruk uitoefent, zorgt voor een natuurlijke koers. Een marktpartij die met zijn transacties ongedekte koersdruk uitoefent, zorgt voor een kunstmatige koers. We spreken van gedekte koersdruk als er voldoende informatie ten grondslag ligt aan de koersdruk en van ongedekte koersdruk wanneer er onvoldoende informatie ten grondslag ligt aan de koersdruk (Nelemans, p. 334-335). De toezichthouder heeft in beginsel voldoende bewijs dat een marktpartij ongedekte koersdruk heeft uitgeoefend als de toezichthouder kan aantonen: i) dat de marktpartij *exceptioneel handelsgedrag* vertoonde; en cumulatief ii) dat er sprake was van een *sensitieve situatie*. Ik bespreek kort hoe een toezichthouder dit in casu zou kunnen bewijzen en waarop de rechter derhalve zou moeten letten (Nelemans, p. 343-344).
12. De toezichthouder zal moeten bepalen of IMC *exceptioneel handelsgedrag* heeft vertoond, dat wil zeggen dat de relevante IMC handelaar handelsgedrag heeft vertoond dat afwijkt van zijn normale (legitieme) handelsgedrag (Nelemans, p. 333). De toezichthouder zou kunnen beoordelen of de IMC handelaar bijvoorbeeld meer transacties heeft verricht dan normaal, grotere transacties heeft verricht dan normaal, geconcentreerder heeft gehandeld dan normaal, meer kapitaal heeft geïnvesteerd dan normaal, op een ander tijdstip heeft gehandeld dan normaal terwijl op dit andere tijdstip een voordeel kon worden behaald, in een ander patroon heeft gehandeld dan normaal, in een ander financieel instrument heeft gehandeld dan normaal, of bestensorders heeft gebruikt terwijl hij normaal limietorders gebruikt (Nelemans, p. 344).
13. De toezichthouder heeft in de onderhavige zaak nog een andere mogelijkheid om aan te tonen dat IMC *exceptioneel handelsgedrag* heeft vertoond, omdat het bekend is dat IMC beschikte over informatie omtrent een stop loss order. De toezichthouder zal moeten aantonen dat de orders van IMC zijn ingegeven door en afgestemd op de informatie over de stop loss order. Het gaat dan met name om de combinatie van koop- en verkooporders, de timing van de orders, de omvang van de orders en de prijsstelling van de orders. Indien de rechter oordeelt dat de orders van IMC blijken te zijn ingegeven door en afgestemd op de informatie over de stop loss order, is het handelsgedrag van IMC aan te merken als *exceptioneel handelsgedrag*.
14. Verder zal de toezichthouder moeten bepalen of IMC transacties verrichtte op het moment dat er sprake was van een *sensitieve situatie*, gedefinieerd als een situatie waarin een marktpartij met het uitoefenen van ongedekte koersdruk een voordeel zou kunnen behalen (Nelemans, p. 333). IMC verkocht eerst aandelen Wereldhave N.V. en activeerde daarmee de stop loss order. Aangezien IMC de aandelen tegen een dalende koers verkocht, leed het een verlies. IMC kocht daarna aandelen tegen een koers van EUR 73,00. Aangezien IMC vervolgens de aangeschafte aandelen tegen een stijgende koers verkocht, behaalde het een winst. De vraag is of het verlies van de eerste verkopen kan worden gecompenseerd met de winst van de tweede verkopen. Het lijkt erop dat IMC in het geheel genomen een winst zou hebben kunnen behalen, juist vanwege het activeren van de stop loss order, en dat er derhalve sprake was van een *sensitieve situatie*.
15. De toezichthouder heeft de handhaving van het verbod van marktmanipulatie ingeleid met een interessante manipulatiezaak waarin meteen een paar belangrijke bestanddelen aan de orde zijn gekomen. De uitspraak van de rechtbank Rotterdam is een goede eerste aanzet voor het nader afbakenen van het verbod. De toezichthouder en rechters zullen evenwel een actieve houding moeten aanmeten en continueren bij het uitleggen van het verbod om te komen tot een diepgaande en scherpe afbakening, juist omdat zowel de Europese wetgever als de Nederlandse wetgever betrekkelijk weinig toelichting heeft gegeven.

