

**M. Nelemans, Annotation IMC case re: trading, stop loss order and manipulation (in Dutch),
Jurisprudence Business & Law, 6 November 2009**

College van Beroep voor het bedrijfsleven 6 november 2009

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. In 2003 heeft de Europese wetgever de richtlijn marktmisbruik (richtlijn 2003/6/EG) geïntroduceerd. De richtlijn marktmisbruik bevat onder meer een verbod van marktmanipulatie. In 2005 werd dit verbod van marktmanipulatie door de Nederlandse wetgever geïmplementeerd in het Nederlandse rechtssysteem (Wet marktmisbruik (Stb. 2005, 346)). Het verbod van marktmanipulatie werd in eerste instantie opgenomen in art. 46b lid 1 Wte 1995 (oud). Bij de overgang naar de Wet op het financieel toezicht is dit artikel verplaatst naar art. 5:58 lid 1 Wft. Bij deze overgang is de bepaling vrijwel letterlijk overgenomen. De onderhavige zaak dient – vanwege de periode waarin de feiten zich afspeelden – te worden beoordeeld op grond van art. 46b lid 1 Wte 1995 (oud).
2. Het feitencomplex in de onderhavige zaak, zoals volgt uit de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: het CBb), kan als volgt worden samengevat. IMC Securities B.V. (hierna: IMC) beschikte over informatie dat ABN Amro Bank N.V. (hierna: ABN Amro) een stop loss order van 5.000 aandelen Wereldhave N.V. (hierna: Wereldhave) zou hebben ingelegd en IMC schatte in dat deze order mogelijk bij een koers van EUR 77,75 zou worden geactiveerd. Bij een koers van EUR 80,35 legde IMC een order in voor de verkoop van 10.000 aandelen met een limiet van EUR 76,50. Hierdoor werd de stop loss order van ABN Amro geactiveerd en daalde de koers verder naar EUR 73,00. In de tussentijd had IMC ook een order ingelegd voor de koop van 10.000 aandelen tegen een koers van EUR 73,00. IMC was hierdoor in staat om aandelen te kopen tegen deze lagere prijs.
3. De AFM oordeelde dat IMC art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 zou hebben overtreden en legde een boete op van EUR 87.125,00. De rechtbank Rotterdam heeft op 20 december 2007 het besluit vernietigd in zoverre dat de boete van EUR 87.125,00 werd verlaagd naar EUR 20.000,00 (Rb Rotterdam, 20 december 2007, *JOR* 2008/46 m.nt. Nelemans (hierna: *JOR* 2008/46)). Het CBb heeft geoordeeld dat het onderzoek dient te worden heropend en heeft het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen (hierna: het Hof) verzocht een prejudiciële uitspraak te doen over het begrip 'houden' in art. 1 lid 2 sub a, tweede gedachtestreepje, van de richtlijn marktmisbruik. Tot die tijd wordt een verdere beslissing aangehouden.
4. Het CBb is in de onderhavige zaak in ieder geval ingegaan op vier relevante vraagstukken en heeft zich hierover, al dan niet in meer of mindere mate, uitgesproken. Het eerste vraagstuk is of art. 46b lid 1 sub b Wte 1995, ondanks het begrip 'houden', ruimte biedt om hieronder ook transacties en handelsorders te laten vallen die de koers naar een kunstmatig of abnormaal koersniveau 'brengen'. Het tweede vraagstuk is of IMC de koers van EUR 80,35 naar EUR 73,00 zou hebben gebracht of uitsluitend van EUR 80,35 naar EUR 77,75. Het derde vraagstuk is of de transacties in aandelen Wereldhave hebben geleid tot een kunstmatige of abnormale koers. Het vierde vraagstuk is ten slotte of IMC de transacties in aandelen Wereldhave heeft verricht 'teneinde' de koers op een kunstmatig niveau te brengen. Deze vier vraagstukken worden in het onderstaande behandeld.

5. Het eerste vraagstuk betreft het onderscheid tussen de koers op een kunstmatig niveau 'houden' en 'brengen'. De rechtbank Rotterdam heeft geoordeeld dat onder het begrip 'houden' tevens kan worden begrepen 'brengen' (*JOR 2008/46*, r.o. 2.4). Ik kan me vinden in deze uitleg, onder meer om te voorkomen dat sommige manipulators wel en andere manipulators niet onder het verbod vallen, zelfs als zij identiek gedrag vertonen en identieke schade veroorzaken (zie M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie (diss. Tilburg)*, Deventer: Kluwer 2007 (hierna: Nelemans), p. 189-190 en *JOR 2008/46*, p. 477-478). Het CBb heeft geoordeeld dat op basis van een grammaticale analyse (van verschillende taalversies van de richtlijn marktmisbruik) geen eenduidige conclusies kunnen worden getrokken ten aanzien van de betekenis van het begrip 'houden' in de Nederlandse versie van de richtlijn marktmisbruik. Het CBb heeft om die reden beslist dat deze kwestie aanleiding is om het Hof te verzoeken een prejudiciële uitspraak te doen over de uitleg van dit begrip.
6. De uitspraak van het Hof zou van invloed kunnen zijn op de werking van het verbod van marktmanipulatie op Europees niveau. Dit houdt verband met de twee te onderscheiden onderdelen van het verbod van transactiemisbruik. Art. 1 lid 2 sub a, tweede gedachtestreepje, richtlijn marktmisbruik (hierna: onderdeel 1) bepaalt – kortweg – dat het verboden is om de koers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau te houden. Art. 1 lid 2 sub a, eerste gedachtestreepje, richtlijn marktmisbruik (hierna: onderdeel 2) bepaalt – kortweg – dat het verboden is om transacties of handelsorders te verrichten die onjuiste of misleidende signalen geven of waarschijnlijk zullen geven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten. Een van de verschillen tussen beide onderdelen is dat onderdeel 1 meer afgebakend en bepaald is dan onderdeel 2.
7. Indien het Hof het begrip 'houden' uitlegt conform de uitleg van de Nederlandse wetgever, is onderdeel 1 van toepassing op transacties die de koers naar een kunstmatig niveau 'brengen'. Indien het Hof het begrip 'houden' daarentegen beperkt zou uitleggen, zou onderdeel 1 niet meer van toepassing zijn op transacties die de koers naar een kunstmatig niveau 'brengen'. Bij een beperkte uitleg zou het zwaartepunt van het verbod van marktmanipulatie verschuiven van onderdeel 1 naar onderdeel 2. Niettemin zouden transacties die de koers naar een kunstmatig niveau 'brengen' nog immer verboden zijn aangezien deze transacties tevens onjuiste of misleidende signalen geven of waarschijnlijk zullen geven en daarmee vallen binnen onderdeel 2. Hieruit volgt dat het verbod van marktmanipulatie, ongeacht de beslissing van het Hof, van toepassing zal zijn en blijven op transacties die de koers op een kunstmatig niveau 'brengen'. Daarbij zij aangetekend dat de uitspraak van het Hof wel eventuele invloed zou kunnen hebben op de uitkomst van de onderhavige zaak.
8. Ondanks het feit dat het verbod van marktmanipulatie, ongeacht de beslissing van het Hof, van toepassing zal zijn en blijven op transacties die de koers op een kunstmatig niveau 'brengen', is het wenselijk dat het Hof het begrip 'houden' uitlegt conform de uitleg van de Nederlandse wetgever, zodat onderdeel 1 van toepassing is op transacties die de koers naar een kunstmatig niveau 'brengen', en dat toezichthouders niet (noodgedwongen) gebruik dienen te maken van onderdeel 2. Hoewel onderdeel 1 een aantal door de wetgever niet gedefinieerde begrippen bevat, zoals 'kunstmatig' en 'abnormaal', biedt onderdeel 1 voor marktpartijen en toezichthouders meer duidelijkheid en houvast dan onderdeel 2. Marktpartijen kunnen op grond van onderdeel 1 beter vaststellen of bepaald handelsgedrag al dan niet is toegestaan en toezichthouders worden vanwege de concrete bestanddelen aangespoord een expliciete analyse te geven van de feiten en de kwalificatie van de feiten.

9. Het tweede vraagstuk betreft de toerekening van de koersinvloed van ABN Amro aan IMC. Volgens het CBb zou niet alleen de koersdaling die het gevolg was van de eigen transacties van IMC, maar ook de koersdaling die het gevolg was van de stop loss order van ABN Amro, aan IMC kunnen worden toegerekend. Het CBb heeft geoordeeld dat 'het triggeren van de stop loss order (...) bezwaarlijk als een IMC niet toe te rekenen toevalligheid kan worden beschouwd'. Daarmee lijkt het erop dat het CBb van oordeel is dat marktpartijen, voor wat betreft de toepassing van het verbod van transactiemaniplatie, naast hun eigen koersinvloed verantwoordelijk zouden kunnen worden gehouden voor koersinvloed van derden, voor zover de koersinvloed van derden 'bezwaarlijk als een (...) niet toe te rekenen toevalligheid kan worden beschouwd'.
10. In de uitspraak van het CBb wordt niet uitgelegd waarom het van belang zou kunnen zijn om de totale koersinvloed te bepalen, althans om in het kader van het verbod van transactiemaniplatie aan een marktpartij eventuele koersinvloed van derden toe te rekenen. In de eerste plaats zou de omvang van de totale koersinvloed van belang kunnen zijn om te bepalen of de koersinvloed een voldoende omvang heeft om het handelsgedrag al dan niet als beboetbaar te beschouwen. Het is namelijk onwenselijk om het verbod van transactiemaniplatie van toepassing te laten zijn op irrelevante vormen van koersinvloed (Zie Nelemans, p. 235-238). In de tweede plaats zou de omvang van de totale koersinvloed kunnen worden aangewend om bij een onderzoek naar vermeende vormen van transactiemaniplatie het door een marktpartij behaalde voordeel te berekenen, althans – vanwege het feit dat het gaat om een *zero-sum game* – de door andere marktpartijen geleden schade te berekenen (Zie Nelemans, p. 249-252, 256-257, 261-267). Ten slotte zou de omvang van de koersinvloed een indicatie kunnen zijn van de ernst van het verweten gedrag.
11. Het aan een marktpartij toerekenen van koersinvloed van derden, bij toepassing van het verbod van transactiemaniplatie, is evenwel een heikel onderwerp vanwege de te bewijzen causaliteit tussen de transacties of orders van die marktpartij en de koersinvloed van derden. De toezichthouder zou derhalve terughoudend moeten zijn met het aan een marktpartij toerekenen van de koersinvloed van derden. Voor zover een dergelijke toerekening (in bepaalde situaties) mogelijk en nodig wordt geacht, dient de toerekening te worden vergezeld van een adequate onderbouwing. In de onderhavige zaak worden geen (expliciete) argumenten aangevoerd, anders dan de te bewijzen veronderstellingen van de AFM dat (i) IMC haar eigen transacties (en koersinvloed) zou hebben afgestemd om de stop loss order te activeren; en (ii) er een causale relatie zou zijn tussen de transacties van IMC en het activeren van de stop loss order van ABN Amro.
12. Het derde vraagstuk betreft het onderscheid tussen een natuurlijke en kunstmatige koers. De rechtbank Rotterdam heeft als volgt geoordeeld: 'Het handelen van eiseres was erop 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.' IMC heeft in de zesde grief aangevoerd dat 'IMC heeft gehandeld op basis van informatie die beschikbaar was, heeft ingespeeld op de ingelegde stop loss order van ABN AMRO en (...) daarbij een gecalculeerd risico [heeft] genomen, iets wat een iedere marktdeelnemer had kunnen doen'.
13. Het CBb heeft in dit verband enkel opgemerkt dat de AFM terecht heeft geoordeeld dat 'het hele koersverloop kunstmatig [was] en geen afspiegeling vormde van de werkelijke vraag en het werkelijke aanbod' (ov. 6.2). Het CBb gaat niet in op het argument van IMC dat zij zou hebben

gehandeld op basis van informatie die beschikbaar was. De vraag die zich hier voordoet is of IMC aandelen heeft verkocht omdat zij (bijvoorbeeld) over informatie beschikte waaruit zou volgen dat de koers te hoog was en zou gaan dalen naar EUR 76,50 (of nog verder), met andere woorden of zij anticipeerde op een koersdaling, of dat zij uitsluitend over informatie beschikte die betrekking had op de stop loss order van ABN Amro. De soort informatie waarover IMC beschikte, alsook de omvang van de door IMC uitgeoefende koersdruk, zijn van belang bij het bepalen of de transacties van IMC hebben geleid tot een natuurlijk of kunstmatig koersniveau (Vgl. Nelemans, p. 105-113).

14. Het vierde vraagstuk betreft de uitleg van het begrip 'teneinde'. Volgens de rechtbank Rotterdam had IMC een oogmerk en kon dat oogmerk worden afgeleid van het feitelijk handelen. Art. 1 lid 2 sub a, tweede gedachtestreepje, richtlijn marktmisbruik bevat echter geen subjectief bestanddeel (Zie Nelemans, p. 184-186 en *JOR* 2008/46, p. 477). Derhalve is de vraag of rechters ervan moeten uitgaan dat art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 met het begrip 'teneinde' een oogmerkvereiste bevat en dat het oogmerk moet worden bewezen. Dit vraagstuk is in de zesde grief van IMC aan de orde gesteld. Het CBb kondigt in ov. 6.3.1 aan dat het de vierde, vijfde en zesde grief gezamenlijk zal behandelen. Het CBb behandelt evenwel enkel de vierde en vijfde grief, zonder in te gaan op de vraag of art. 46b lid 1 sub b Wte 1995 met het begrip 'teneinde' een oogmerkvereiste bevat en of het oogmerk moet worden bewezen. Gezien de spanning op dit punt tussen de richtlijn marktmisbruik en het Nederlandse verbod van transactiemaniplatie, zou (ook) deze kwestie geschikt zijn geweest voor het indienen van een prejudiciële vraag bij het Hof.