

**M. Nelemans, Annotation IMC case re: trading, stop loss order and manipulation (in Dutch),
Jurisprudence Business & Law, 7 July 2011 (joint work with Diane Živković)**

Hof van Justitie van de Europese Unie 7 juli 2011 (C-445/09)

IMC Securities B.V. / Stichting Autoriteit Financiële Markten

Auteurs noot: mr.drs. M. Nelemans en mr. D. Živković

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

1. In het onderhavige arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: het Hof) wordt ingegaan op de interpretatie van het verbod van transactiemanipulatie in artikel 1 lid 2 sub a tweede streepje van richtlijn 2003/6/EG (hierna: richtlijn marktmisbruik). Dit verbod is in Nederland neergelegd in artikel 5:58 lid 1 sub b Wft. De uitleg van het Hof is vanwege de eis van richtlijnconforme interpretatie van direct belang voor de toepassing van de Nederlandse bepaling. Het Hof heeft zich in deze zaak gebogen over de uitleg van het begrip "houden" en de vraag of de koers een bepaalde tijd een abnormaal of kunstmatig niveau dient te *behouden* of dat het volstaat dat een dergelijk koersniveau wordt veroorzaakt. De conclusie van het Hof is dat het niet nodig is dat de koers gedurende een bepaald tijdsverloop een abnormaal of kunstmatig niveau behoudt (ov. 30).
2. De relevante feiten die aanleiding zijn geweest voor de boetoplegging laten zich als volgt samenvatten. IMC was op basis van openbare gegevens bekend geraakt met een "stop loss order", inhoudende dat ABN Amro bij een bepaald koersniveau automatisch 5.000 aandelen Wereldhave zou verkopen. IMC schatte dat de stop loss order zou worden geraakt bij een koers van EUR 77,75. Op een bepaald moment legde IMC een kooporder in voor 10.000 aandelen tegen een koers van EUR 73 en vervolgens, enkele minuten later, een verkooporder voor 10.000 aandelen met een limiet van EUR 76,50. Door de verkooptransacties werd de stop loss order van ABN Amro geraakt, waarop de koers verder zakte naar het niveau van IMC's kooporder: EUR 73. IMC kon aldus aandelen kopen tegen een lagere koers, waarna de koers zich meteen weer herstelde.
3. De Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM) en de rechtbank Rotterdam achtten voornoemde handelwijze van IMC in strijd met artikel 46b lid 1 sub b Wte 1995 (thans artikel 5:58 lid 1 sub b Wft). Daartoe overwoog de rechtbank Rotterdam onder meer dat onder het begrip "houden" tevens kan worden begrepen "brengen" (Rb. Rotterdam 20 december 2007, *JOR* 2008/46 m.nt. Nelemans, r.o. 2.4). Het College van Beroep voor het bedrijfsleven was daarentegen van oordeel dat geen eenduidige conclusies konden worden getrokken omtrent de reikwijdte en betekenis van het begrip "houden" in de richtlijn marktmisbruik en wendde zich om die reden met een prejudiciële vraag tot het Hof (CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18 m.nt. Nelemans). De procedure tot beantwoording van de prejudiciële vraag heeft om en nabij anderhalf jaar geduurd.
4. Het Hof hanteert ten eerste een grammaticale interpretatiemethode (ov. 22-26). Na een opsomming van een selectie van verschillende taalversies wordt geconcludeerd dat "het volstaat dat de betrokken handelwijzen een abnormaal of kunstmatig niveau van de koers (...) hebben teweeggebracht" en dat het niet vereist is dat "de koers (...) gedurende een bepaald tijdsverloop een abnormaal of een kunstmatig niveau behoudt" (ov. 26). Het lijkt er op dat het Hof tot deze conclusie is gekomen omdat in het verbod niet expliciet wordt verwezen naar een bepaald tijdsverloop. Niet wordt ingegaan op de vraag of in het begrip "houden" (en de corresponderende

begrippen in andere taalversies) een bepaald tijdsverloop is ingebakken. Om die reden is de grammaticale analyse van het Hof in onze optiek niet geheel overtuigend.

5. Naast de grammaticale methode maakt het Hof gebruik van een teleologische analyse. Het Hof gaat in op de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik, namelijk het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen in deze markten (considerans 2 en 12). Deze doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik zouden volgens het Hof in het gedrang komen indien gedragingen niet onder het verbod vallen "louter omdat zij tot één transactie hebben geleid en dus tot één notering, zonder dat de koers (...) gedurende een bepaald tijdsverloop een abnormaal of kunstmatig niveau behoudt" (ov. 29). Het standpunt van het Hof is begrijpelijk nu ook een kortstondige abnormale of kunstmatige koers reeds tot aanzienlijke schadelijke effecten kan leiden, bijvoorbeeld als deze als referentieprijs wordt gebruikt.
6. Het arrest heeft een paar implicaties. De voornaamste is dat het veroorzaken van een abnormale of kunstmatige koers reeds voldoende is om onder het verbod van marktmanipulatie te kunnen vallen. Het maakt dus niet uit of de koers meteen of pas na een wat langere periode terugkeert naar het natuurlijke niveau. De AFM of het Openbaar Ministerie hoeft dus enkel te bewijzen dat een kunstmatig koersniveau is veroorzaakt zonder in te gaan op de duur. Deze implicaties gelden zowel voor een manipulator die de koers naar een kunstmatig niveau brengt (bijvoorbeeld van 8 naar 10, waarbij 8 het natuurlijke niveau is) als de manipulator die de koers op een kunstmatig niveau stabiliseert zonder eerst de koers te hebben bewogen (bijvoorbeeld door de koers op 4 te houden terwijl de markt de koers naar 6 probeert te krijgen, waarbij 6 het natuurlijke niveau is).
7. Gegeven het voorgaande is voor het vaststellen van een overtreding niet relevant (i) hoe lang de koers kunstmatig is geweest; (ii) waardoor de koers in een voorkomend geval een langere tijd op een kunstmatig niveau is blijven steken, hetgeen bijvoorbeeld kan worden veroorzaakt door een beperkte liquiditeit in de markt, stabiliserende transacties van de manipulator of een verkeerde voorstelling van de markt over de juistheid van de koers; en (iii) wie de koers terugbrengt naar het natuurlijke niveau, hetgeen kan gebeuren door de manipulator zelf of door de "markt". Dergelijke omstandigheden zouden evenwel kunnen worden meegenomen bij het bepalen van de ernst van de overtreding, de verwijtbaarheid van de betrokkenen en de straftoemeting.
8. Het Hof heeft met dit eerste arrest over de uitleg van het verbod van marktmanipulatie één onderdeel toegelicht, namelijk het begrip "houden". Daarmee heeft het Hof een deel van het laaghangend fruit geplukt. De praktijk zal niettemin vooral gebaat zijn bij een rationele, weldoordachte en goed gemotiveerde toepassing van de begrippen "abnormaal koersniveau" en "kunstmatig koersniveau" in concrete zaken. Het is moeilijk voor te stellen dat het Hof of de European Securities and Markets Authority (ESMA) deze begrippen, in ieder geval het begrip "kunstmatig koersniveau", nader kan concretiseren zonder te vervallen in tautologische uitdrukkingen. De verantwoordelijkheid voor een correcte uitleg en toepassing van deze begrippen ligt dan ook primair bij de Europese toezichthouders en de gerechten die zich dienen uit te laten over concrete zaken.