

OPENBARE VERSIE

Per fax vooruit en aangetekend verstuurd

Strikt vertrouwelijk

Hart Advocaten N.V.
mevrouw mr. N.G. Wijnstekers
Apollolaan 133-135
1077 AR AMSTERDAM

Datum

Ons kenmerk

Pagina

1 van 20

Telefoon

E-mail

Betreft

Beslissing op bezwaar inzake BRSG
Advisors SA

Geachte mevrouw Wijnstekers,

Bij besluit van 11 januari 2012 heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aan BRSG Advisors SA (BRSG) een bestuurlijke boete opgelegd van € 240.000,- (het Besluit) wegens overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a, van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Tegen het Besluit heeft u namens BRSG bezwaar gemaakt. De AFM heeft besloten het Besluit te herroepen voor zover het de hoogte van de boete betreft en laat het Besluit voor het overige in stand. De AFM matigt de boete tot een bedrag van € 100.000. De motivering van het bestreden besluit wordt aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen. In deze brief wordt uitgelegd hoe de AFM tot haar oordeel is gekomen.

De beslissing op bezwaar is als volgt opgebouwd. In paragraaf I beschrijft de AFM de procedure. Paragraaf II bevat de relevante feiten en omstandigheden. In paragraaf III beschrijft de AFM kort de gronden van bezwaar en in paragraaf IV geeft de AFM een beoordeling van de gronden van bezwaar. In paragraaf V staat het besluit van de AFM. Tot slot bevat paragraaf VI de rechtsgangverwijzing. Het verslag van de hoorzitting is opgenomen als bijlage 1 en maakt integraal onderdeel uit van deze beslissing op bezwaar. Daarnaast is een geschoonde versie van deze beslissing op bezwaar opgenomen als bijlage 2.

I. Procedure

1. Bij besluit van 11 januari 2012 heeft de AFM aan BRSG een bestuurlijke boete van € 240.000,- opgelegd. De boete is opgelegd, omdat BRSG in de periode van 7 tot en met 10 december 2009 in vijf veilingen handelsorders in claims die recht gaven op nieuw uit te geven aandelen ING Groep

N.V. (ING) heeft ingelegd en in de vijf seconden voor de openings- of sluitingsveiling heeft geannuleerd, van welk handelen misleiding te duchten was met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims op nieuw uit te geven aandelen in ING (claims).

2. Bij brief van 16 januari 2012 heeft BRSG bezwaar gemaakt tegen het Besluit.
3. BRSG heeft naast het indienen van haar pro forma-bezwaar op 18 januari 2012 tevens een verzoekschrift tot schorsing van de publicatie bij de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam ingediend.
4. Op 19 januari 2012 heeft de AFM een ontvangstbevestiging gestuurd en BRSG een termijn gesteld om de gronden van bezwaar nader aan te vullen binnen vier weken na de dag van verzending van de uitspraak van de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam ().
5. De mondelinge behandeling van de voorlopige voorziening heeft op 8 maart 2012 achter gesloten deuren plaatsgehad. De voorzieningenrechter heeft op 21 maart 2012 het verzoek om een voorlopige voorziening afgewezen.
6. Op 23 maart 2012 heeft publicatie van de boete plaatsgevonden.
7. Op 5 april 2012 heeft telefonisch overleg plaatsgehad tussen BRSG en de AFM waarbij BRSG heeft aangegeven de brief van de AFM van 19 januari 2012 niet te hebben ontvangen. De AFM heeft hierop BRSG een aanvullende termijn van 2 weken gegund voor het indienen van de gronden van bezwaar tot 3 mei 2012.
8. De gronden van het bezwaar zijn door BRSG bij brief van 3 mei 2012 aangevuld.
9. BRSG heeft op 17 mei 2012 per mail laten weten over haar bezwaar gehoord te willen worden. Na opgave van verhinderdata heeft de AFM de datum van de hoorzitting bepaald op 7 juni 2012. Op verzoek van BRSG is deze datum verschoven naar 28 juni 2012 op grond waarvan de AFM de beslistermijn met drie weken heeft opgeschort.
10. De hoorzitting heeft op 28 juni 2012 plaatsgevonden. Van deze hoorzitting is een verslag gemaakt, dat is bijgevoegd bij dit besluit (zie bijlage 1).
11. BRSG is tijdens de hoorzitting in de gelegenheid gesteld om uiterlijk op 12 juli 2012 nadere informatie aan te leveren met betrekking tot het standpunt van BRSG dat de berekening van de AFM van het verkregen voordeel uit de door BRSG verrichte transacties niet correct is. De AFM heeft op grond hiervan de beslistermijn met 2 weken opgeschort.
12. Op 12 juli 2012 heeft BRSG nadere informatie aangeleverd.

13. De AFM heeft op 19 juli 2012 de beslistermijn met 6 weken opgeschort tot 31 augustus 2012.
14. Op verzoek van de AFM heeft BRSG op 24 juli 2012 ingestemd met verlenging van de beslistermijn tot 5 september 2012.

I. Feiten en omstandigheden

15. Deze beslissing op bezwaar is gebaseerd op de feiten en de beoordeling van de feiten, zoals die zijn opgenomen in het Besluit. De feiten die zijn genoemd in het Besluit moeten hier, voor zover zij niet reeds zijn of worden herhaald, als herhaald en ingelast worden beschouwd.
16. ING heeft op 27 november 2009 een claimemissie aangekondigd. De claims waren tegen een vaste ruilverhouding (met bijbetaling) inwisselbaar voor aandelen ING. Op NYSE Euronext kon in de periode van 30 november 2009 tot 15 december 2009 worden gehandeld in de claims. Vanwege de vaste ruilverhouding en vaste bijbetaling tussen het aandeel en de claim kon er bij de handel op NYSE Euronext worden gearbitreerd bij prijsverschillen tussen het aandeel ING en de claim.¹
17. De AFM heeft onderzoek verricht naar door BRSG ingeleigde handelsorders en verrichte transacties in claims en in het aandeel ING op de gereglementeerde markt van NYSE Euronext Amsterdam. BRSG heeft stelselmatig grote bestens kooporders ingelegd in de claims. De AFM heeft onderzocht of BRSG transactie(s) of handelsorder(s) in het aandeel ING en/of de claim heeft verricht of bewerkstelligd waarvan een onjuist of misleidend signaal uitging of te duchten was met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel ING en/of de claim, zonder dat BRSG kon aantonen dat haar beweegredenen om de transactie(s) of handelsorder(s) te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd waren en dat de transactie(s) of handelsorder(s) in overeenstemming was/waren met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende gereglementeerde markt.
18. De AFM heeft uiteindelijk zes veilingen geselecteerd voor een nadere analyse. Deze selectie is gedaan op grond van de volgende criteria:
 - 1) er was sprake van een arbitrage transactie door BRSG bij de veiling;
 - 2) een bestens order in claims is binnen vijf seconden voor de veiling door BRSG geannuleerd; en
 - 3) BRSG heeft in desbetreffende veilingen profijtelijk gearbitreerd tussen de claim en het aandeel ING, waarbij de verdiensten op de arbitragetransactie meer dan € 5.000 bedragen.
19. De volgende zes veilingen voldeden aan deze criteria:
 - 07-12-2009 slotveiling;
 - 08-12-2009 openingsveiling;
 - 08-12-2009 slotveiling;

¹ Gekochte claims konden per 7 stuks met bijbetaling van 6 x € 4,24 worden omgewisseld in 6 aandelen ING.

09-12-2009 openingsveiling;
10-12-2009 openingsveiling; en
14-12-2009 openingsveiling.

20. De AFM heeft bij NYSE Euronext Amsterdam gedetailleerde informatie over de handel in de claims tijdens deze zes veilingen opgevraagd. De focus is hierbij gelegd op de wijzigingen die de Theoretische Openingsprijs (TOP) en het Theoretische Openingsvolume (de TOV) hebben ondergaan gedurende deze veilingen. De betreffende informatie is in de overgrote meerderheid van de veilingen op orderniveau beschikbaar. De AFM heeft aan de hand van de informatie afkomstig van NYSE Euronext Amsterdam de wijzigingen van de TOP en de TOV die direct het gevolg zijn van het handelen van BRSG vastgesteld. Deze wijzigingen zijn weergegeven in de bijlage bij de brief van NYSE Euronext Amsterdam van 26 oktober 2010 [REDACTED]). De analyse van de AFM heeft tot de volgende resultaten geleid.

1 Nadere analyse 07-12-2009 slotveiling

1. BRSG heeft in de slotveiling (pre-closing fase) van de claim op 7 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 850.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 385.445 aandelen ING.
2. Om 17:34:56 uur (vier seconden voor het starten van de veiling) heeft BRSG een kooporder voor 400.000 claims geannuleerd. Hierdoor daalt de TOP van de claim van € 1,665 naar € 1,620 en de TOV van 2.131.218 naar 1.917.227 claims².
3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 450.000 claims en verkooporders voor 385.445 aandelen ING.
4. Tijdens de veiling koopt BRSG 450.000 claims à € 1,616 en verkoopt zij 385.445 aandelen ING à € 6,186.
5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 385.714 aandelen ING, bijna gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 6,1253. Per saldo verdient BRSG € 23.384³.

2 Nadere analyse 08-12-2009 openingsveiling

1. BRSG heeft in de openingsveiling (pre-opening fase) van de claim op 8 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 1.050.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 728.302 aandelen ING, waaronder een order voor 171.429 aandelen. Deze order wordt echter om 8:49:03 uur geannuleerd (hierdoor resteren orders voor de verkoop van 556.873 aandelen ING).

² Het inleggen van betreffende order om 17:31:22 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,679 naar € 1,745 en dat de TOV met 30,57% stijgt van 1.262.832 naar 1.648.833 claims.

³ $385.445 \times (\text{€}6,186 - \text{€}6,125333333)$. Bij een volledige omwisseling van claims in aandelen houdt BRSG 269 aandelen ING over ($385.714 - 385.445$). Deze worden niet in het resultaat betrokken.

2. Om 8:59:56 uur (vier seconden voor het starten van de veiling) heeft BRSG een kooporder voor 400.000 claims geannuleerd. Hierdoor daalt de TOP van de claim van € 1,61 naar €1,59 en de TOV van 2.236.646 naar 1.988.706 claims⁴.
 3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 650.000 claims en verkooporders voor 556.873 aandelen ING.
 4. Tijdens de veiling koopt BRSG 650.000 claims à € 1,61 en verkoopt zij 556.873 aandelen ING à € 6,132.
 5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 557.143 aandelen ING, bijna gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 6,1183. Per saldo verdient BRSG € 7.611⁵.
3. *Nadere analyse 8-12-2009 slotveiling*
1. BRSG heeft in de slotveiling (pre-closing fase) van de claim op 8 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 950.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 471.157 aandelen ING.
 2. Om 17:34:55 uur (vijf seconden voor het starten van de veiling) heeft BRSG een kooporder voor 400.000 claims geannuleerd. Hierdoor daalt de TOP van de claim van € 1,442 naar €1,431 en de TOV van 3.146.233 naar 2.896.305 claims⁶.
 3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 550.000 claims en verkooporders voor 471.157 aandelen ING.
 4. Tijdens de veiling koopt BRSG 550.000 claims à € 1,431 en verkoopt zij 471.157 aandelen ING à € 5,932.
 5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 471.429 aandelen ING, bijna gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 5,9095. Per saldo verdient BRSG € 10.601⁷.
4. *Nadere analyse 09-12-2009 openingsveiling*
1. BRSG heeft in de openingsveiling (pre-opening fase) van de claim op 9 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 1.550.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 471.159 aandelen ING, waaronder een order voor 85.714

⁴ Het inleggen van deze order om 8:45:20 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,67 naar € 1,716 en dat de TOV met 70,22% stijgt van 376.665 naar 641.164 claims.

⁵ $556.873 \times (\text{€}6,132 - \text{€}6,118333333)$. Bij een volledige omwisseling van claims in aandelen houdt BRSG 269 aandelen ING over ($556.873 - 557.142$). Deze worden niet in het resultaat betrokken.

⁶ Het inleggen van deze order om 17:31:23 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,578 naar € 1,590 en dat de TOV met 29,6% stijgt van 1.460.066 naar 1.892.276 claims.

⁷ $471.157 \times (\text{€}5,932 - \text{€}5,9095)$. Bij een volledige omwisseling van claims in aandelen houdt BRSG 272 aandelen ING over ($471.429 - 471.157$). Deze worden niet in het resultaat betrokken.

aandelen. Deze order wordt echter om 8:59:48 uur geannuleerd (hierdoor reteren orders voor de verkoop van 385.445 aandelen ING).

2. Om 8:56:34 uur en 8:59:47 uur heeft BRSG kooporders voor respectievelijk 500.000 en 100.000 claims geannuleerd. Om 8:59:56 uur (vier seconden voor het starten van de handel) heeft BRSG een order voor 500.000 claims geannuleerd. Hierdoor daalt de TOP van de claim van € 1,389 naar € 1,36 en de TOV van 2.037.680 naar 1.398.724 claims⁸.
3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 450.000 claims en verkooporders voor 385.445 aandelen ING.
4. Tijdens de veiling koopt BRSG 450.000 claims à € 1,367 en verkoopt zij 385.445 aandelen ING à € 5,855.
5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 385.714 aandelen ING, bijna gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 5,834833333. Per saldo verdient BRSG € 7.773⁹.

5. *Nadere analyse 10-12-2009 openingsveiling*

1. BRSG heeft in de openingveiling (pre-opening fase) van de claim op 10 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 1.250.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 642.588 aandelen ING.
2. Om 8:59:57 uur (drie seconden voor het starten van de handel) heeft BRSG een kooporder voor 500.000 claims geannuleerd. Hierdoor daalt de TOP van de claim van € 1,249 naar € 1,18 en de TOV van 2.592.811 naar 2.194.493¹⁰.
3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 750.000 claims en verkooporders voor 642.588 aandelen ING.
4. Tijdens de veiling koopt BRSG 750.000 claims à € 1,239 en verkoopt zij 642.588 aandelen ING à € 5,75.
5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 642.857 aandelen ING, bijna gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 5,6855. Per saldo verdient BRSG € 41,447¹¹.

6. *Nadere analyse 14-12-2009 openingsveiling*

⁸ Het inleggen van deze order om 8:56:39 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,43 naar € 1,50 en dat de TOV met 21,8% stijgt van 1.652.065 naar 2.011.857 claims.

⁹ $385.445 \times (\text{€}5,855 - \text{€}5,834833333)$. Bij een volledige omwisseling van claims in aandelen houdt BRSG 269 aandelen ING over ($385.445 - 385.714$). Deze worden niet in het resultaat betrokken.

¹⁰ Het inleggen van deze order om 8:46:11 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,461 naar € 1,65 en dat de TOV met 53,6% stijgt van 933.533 naar 1.433.531 claims.

¹¹ $642.588 \times (\text{€}5,75 - \text{€}5,6855)$. Bij een volledige omwisseling van claims in aandelen houdt BRSG 269 aandelen ING over ($642.857 - 642.588$). Deze worden niet in het resultaat betrokken.

1. BRSG heeft in de openingsveiling (pre-opening fase) van de claim op 14 december 2009 bestens kooporders ingelegd voor in totaal 1.300.000 claims. Tevens heeft BRSG bestens verkooporders ingelegd voor 471.429 aandelen ING, waaronder een order voor 171.429 aandelen. Deze order wordt echter om 8:59:57 uur geannuleerd (hierdoor resteren orders voor de verkoop van 300.000 aandelen ING).
2. Om 8:59:54 uur en 8:59:59 uur heeft BRSG kooporders voor respectievelijk 750.000 en 200.000, in totaal 950.000 claims geannuleerd. Euronext heeft niet kunnen aangeven wat de TOP en TOV was vlak voor en vlak na annulering van deze orders.¹²
3. Na deze annulering liggen van BRSG nog kooporders in voor 350.000 claims en verkooporders voor 300.000 aandelen ING.
4. Tijdens de veiling koopt BRSG 350.000 claims à € 1,63 en verkoopt zij 300.000 aandelen ING à € 6,273.
5. Het aantal gekochte claims komt na omwisseling overeen met 300.000 aandelen ING, exact gelijk aan het aantal verkochte aandelen ING. Met de voor aandelen ING ingewisselde claims kan de short positie in aandelen ING teniet gedaan worden. Een door inwisseling van claims gekocht aandeel kost BRSG € 6,141666667. Per saldo verdient BRSG € 39.400¹³.

II. Bezwaar

21. BRSG beschouwt al hetgeen BRSG in haar zienswijze van 21 juni 2011 (de Zienswijze), het verzoekschrift in de voorlopige voorziening van 18 januari 2012 en de pleitnota van 8 maart 2012 naar voren heeft gebracht als herhaald en ingelast in deze bezwaarprocedure en is integraal aan te merken als een aanvulling van de gronden van bezwaar als onderdeel van het bezwaarschrift.
22. Samengevat en zakelijk weergegeven bevat het bezwaarschrift de volgende gronden:
 - A. Het verbod op marktmanipulatie van artikel 5:58, eerste lid onder a, Wft is niet door BRSG overtreden. Het handelen door BRSG heeft geen onjuist of misleidend signaal gegeven en dit was evenmin te duchten. Voor zover er al sprake zou zijn geweest van een misleidend signaal, dan geldt dat BRSG een gerechtvaardigde beweegreden had als bedoeld in artikel 5:58 Wft, omdat BRSG handelde conform een vooraf vastgestelde strategie en BRSG deze strategie gedurende de gehele veiling ook heeft toegepast. Bovendien was er voldoende tijd voor andere marktpartijen om te reageren op het annuleren van een order door BRSG.
 - B. Het onderzoek door de AFM is onzorgvuldig uitgevoerd. BRSG betwist dat de door de AFM gehanteerde criteria doorslaggevend zijn om tot marktmanipulatie te kunnen komen. De

¹² Het inleggen van de order van 200.000 claims om 8:57:22 uur heeft het effect dat de TOP stijgt van € 1,94 naar € 1,97 en dat de TOV met 7% stijgt van 2.857.766 naar 3.057.766 claims. Het inleggen van de order van 750.000 claims om 8:57:40 uur is onderdeel van het effect dat de TOP stijgt van € 1,824 naar € 1,92 en dat de TOV met 33,5% stijgt van 2.198.297 naar 2.933.766 claims.

¹³ $300.000 \times (\text{€}6,273 - \text{€}6,141666667)$.

selectiecriteria zijn achteraf door de AFM opgesteld, deze zijn niet nader gemotiveerd en alle conclusies van de AFM zijn gebaseerd op deze selectiecriteria. De selectie door de AFM van de betreffende veilingen waarin BRSG actief was, geeft ook aan dat de AFM verder niet heeft willen beoordelen in hoeverre het handelen van BRSG gerechtvaardigd was en of sprake was van een achterliggende strategie. Het Besluit is in strijd met het zorgvuldigheidsbeginsel en het motiveringsbeginsel genomen. Daarnaast is het Besluit in strijd met het verbod van partijdigheid.

- C. Het verbod van marktmanipulatie is geen duidelijke bepaling en het handhaven ervan is in strijd met de rechtszekerheid. Daarnaast geldt dat BRSG een kleine Zwitserse onderneming is die handelt [REDACTED]. Het kan BRSG niet verweten worden onvoldoende kennis te hebben van de strekking van de verbodsbepaling waarvan de scope vaag is. Het AFM heeft het rechtszekerheidsbeginsel dan ook geschonden door het nemen van het Besluit.
- D. De AFM heeft het beginsel van hoor en wederhoor geschonden door BRSG niet vooraf te horen over de voorgenomen hoogte van het boetebedrag. Daarnaast is de boete disproportioneel hoog en raakt de financiële positie van BRSG ernstig. De financiële positie van BRSG is in 2011 en 2012 verslechterd. De opgelegde boete staat niet in verhouding met door de AFM voor andere overtredingen opgelegde boetes.
- E. Het Besluit weersprekt onvoldoende hetgeen in de Zienswijze naar voren is gebracht.
- F. Op grond van de bezwaren van BRSG had de AFM niet tot het Besluit mogen komen en de AFM heeft het Besluit dan ook ten onrechte gepubliceerd op 23 maart 2012. BRSG is de wettelijke bezwaargang ter zake van de publicatie ontnomen nu het Besluit al is gepubliceerd en de heroverweging ter zake de publicatie feitelijk geen betekenis meer heeft.
- G. Het Besluit is in strijd met de wet, in het bijzonder met de Algemene wet Bestuursrecht (Awb) en de Wet op het financieel toezicht (Wft) en daarop gebaseerde regelgeving, althans met enig ander algemeen verbindend voorschrift, althans met enig gecodificeerd en/of in het algemeen rechtsbewustzijn levend beginsel van behoorlijk bestuur.
23. Op de uitwerking van de bezwaren van BRSG zal onder paragraaf III nader in worden gegaan.
24. BRSG verzoekt de AFM het Besluit te heroverwegen in die zin dat de bezwaren gegrond worden verklaard en het Besluit wordt herroepen. Tevens verzoekt BRSG de AFM de kosten van deze procedure aan BRSG te vergoeden.

III. Beoordeling van de bezwaargronden A t/m G

A. Het verbod op marktmanipulatie

25. BRSG is van oordeel dat het verbod op marktmanipulatie van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft niet is overtreden door BRSG. Het handelen door BRSG heeft geen onjuist of misleidend signaal gegeven en dit was evenmin te duchten. Voor zover er al sprake zou zijn geweest van een misleidend signaal, dan geldt dat BRSG een gerechtvaardigde beweegreden had als bedoeld in artikel 5:58 Wft, omdat BRSG handelde conform een vooraf vastgestelde strategie en BRSG deze strategie gedurende de

gehele veiling ook heeft toegepast. Bovendien was er voldoende tijd voor andere marktpartijen om te reageren op het annuleren van een order door BRSG.

Reactie AFM

26. Het is op grond van artikel 5:58, eerste lid, sub a, Wft verboden om een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten, tenzij degene die de transactie of handelsorders verricht of bewerkstelligd, aantoont dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende gereguleerde markt.
27. De motivering van het Besluit als opgenomen op bladzijde 8 tot en met 22 daarvan moet hier als herhaald en ingelast worden beschouwd.
- Een transactie of handelsorder waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is*
25. De AFM heeft in haar Besluit geoordeeld dat BRSG in de periode van 7 december tot en met 10 december 2009 het verbod van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft heeft overtreden, doordat BRSG in deze periode in vijf veilingen stelselmatig bestens kooporders heeft ingelegd in de claims ING en BRSG deze vervolgens op een zeer laat tijdstip gedurende de veiling heeft geannuleerd. Met ‘gedurende de veiling’ heeft de AFM bedoeld het annuleren in de periode voorafgaand aan openingsveiling om 9.00 uur, de zogenoemde pre-opening fase en de periode tussen het sluiten van de doorlopende handel om 17.30 uur en de slotveiling van 17.35 uur, de zogenoemde pre-sluiting fase. Van het handelen van BRSG was een misleidend signaal te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims op nieuw uit te geven aandelen in ING.
26. De AFM heeft zes veilingen geanalyseerd en de eerste vijf veilingen als in het bovenstaande beschreven ten grondslag gelegd aan de door haar opgelegde boete. In deze vijf veilingen legde BRSG meer bestens orders in de claims in dan zij nodig had om ingedekt te zijn tegen een (voorgenomen) verkoop van ING aandelen en heeft BRSG dit surplus geannuleerd in de laatste vijf seconden voordat de veiling plaatsvond. Het ging hierbij om 47,6% van het volume van de in totaal door BRSG ingeleide orders in claims.¹⁴ Van de handelwijze van BRSG was een misleidend signaal te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims. De AFM heeft geconstateerd dat BRSG in geen enkele veiling meer claims heeft gekocht dan BRSG nodig had om de verkochte aandelen ING te hedgen. Deze annuleringen hebben de TOP en de TOV beïnvloed. In vijf van de zes onderzochte veilingen heeft de AFM aan de hand van de informatie verstrekt door Euronext () kunnen vaststellen wat het directe effect van het annuleren van de bestens orders door BRSG was

¹⁴ Zie schema p.13 onderzoeksrapport. In het daargenoemde percentage van 54% is de openingsveiling van 14 december 2009 nog meegenomen.

(openingsveilingen van 8, 9 en 10 december 2009 en slotveilingen van 7 en 8 december 2009). In de openingsveiling van 14 december 2009 heeft de AFM dit effect, vanwege de omvang van de handel, niet specifiek kunnen vaststellen. Reeds alleen vanwege de relatieve omvang van deze geannuleerde orders was naar het oordeel van de AFM van deze handelwijze misleiding te duchten.

27. In de wetsgeschiedenis is het element te duchten nader toegelicht: *“Met ‘te duchten’ in het strafrecht wordt bedoeld op de graad van waarschijnlijkheid die bestaat ‘wanneer naar de gewone loop der dingen zonder buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is. Kortom, er is gevaar te duchten wanneer een sterke mogelijkheid bestaat en ingezien kan worden van de verwezenlijking van datgene waarvoor gevaar bestaat.’”*¹⁵ De AFM is van mening dat hieraan voldaan wordt. De door BRSB geannuleerde orders in de vijf veilingen die door de AFM aan de boeteoplegging ten grondslag zijn gelegd bedragen 80% van de bestens orders die in de laatste vijf seconden voor de openings- en slotveiling zijn geannuleerd. In de veilingen van 8 december 2009 belopen de annuleringen zelfs 100% van de ingelegde bestens orders. De door BRSB geannuleerde bestens orders waren ook in absolute zin de grootste. Gelet op de omvang van de orders, de wijze waarop deze zijn ingelegd en het tijdstip waarop deze zijn geannuleerd meent de AFM dat van de door BRSB verrichte of bewerkstelligde transacties of handelsorders en misleidend signaal te duchten was met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten. Aangezien het ging om bestens orders hoefde de markt er geen rekening mee te houden dat deze in de laatste vijf seconden voor de openings- en slotveiling zouden worden geannuleerd. Van het op een zeer laat moment annuleren van deze orders was dan ook misleiding te duchten. Deze benadering wordt in de markt breder gedragen, zoals blijkt uit de ‘Joint Guidance on Auction Manipulation’: *“In the course of 2009 the regulators saw a number of instances of (potential) manipulation. In these instances the theoretical opening/closing price of rights was manipulated by market participants, by cancelling – a few seconds prior to the order book being frozen for computation of the auction price – a relatively large order that was not intended to be executed. This manipulative behaviour, in a number of instances, occurred in combination with arbitrage trading in the context of right issues.”*
28. De voorlopige voorzieningenrechter heeft in zijn uitspraak van 21 maart 2012 – in de procedure tot schorsing van publicatie van het Besluit – ten aanzien van ‘misleiding te duchten’ overwogen: *“Voorts is de voorzieningenrechter met AFM van oordeel dat van het verrichten of bewerkstelligen van die handelsorders een onjuist of misleidend uitgaat of te duchten is met betrekking tot de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten. Het misleidende element van de handelwijze van BRSB is daarin gelegen dat enkele seconden voor de opening van de veiling een vertekend beeld optreedt van de vraag naar claims. Omdat BRSB bij de in aanmerking genomen veilingen telkens een aanzienlijk hoeveelheid claims heeft ingelegd die zij vlak voor de opening weer heeft geannuleerd, is er een sterke mogelijkheid dat bij andere deelnemers aan de veiling het beeld ontstaat van een daling van de vraag naar claims, hetgeen ook tot uitdrukking komt in een direct volgende daling van de TOP en de TOV. De stelling van BRSB dat de TOP en de TOV niet uitsluitend door bestens orders is bepaald en dat de door haar geannuleerde orders van 8 december 2009 voor 400.000 claims slechts 0,58% van het*

¹⁵ Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 603.

*totale handelsvolume op die dag bedroeg (in totaal 69,5 miljoen claims), doet hier niet aan af. Anders dan BRSG betoogt is niet maatgevend of zij al dan niet van tevoren op de hoogte was van de (relatieve) grootte van haar geannuleerde order ten opzichte van het totale handelsvolume op de veilingen. Volgens de voorzieningenrechter kan er vanuit worden gegaan dat is te duchten dat een redelijk handelende belegger, met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, op het verkeerde been wordt gezet door het vlak voor opening van de veiling terugtrekken van een handelsorder ter grootte van 400.000 tot 500.000 claims op aandelen ING. Overigens had BRSG na de eerste veiling van 7 december 2009 wel een beeld van de omvang van de handel in claims en aandelen ING.*¹⁶

29. De AFM is in het Besluit uitvoerig ingegaan op hetgeen BRSG op dit punt naar voren heeft gebracht in haar Zienswijze. De AFM volstaat hier dan ook door op haar beurt te verwijzen naar hetgeen de AFM daarover naar voren heeft gebracht in het Besluit. De AFM gaat in het onderstaande in op hetgeen BRSG in haar (aanvullend) bezwaarschrift en tijdens de hoorzitting in aanvulling op eerdere ingebrachte stukken heeft aangevoerd.
30. BRSG heeft aangegeven dat de AFM de omvang van de orders van BRSG de ene keer afzet tegen de omvang van de totale door BRSG ingelegde orders en de andere keer tegen de omvang van de totale door BRSG geannuleerde orders in de door de AFM geselecteerde veilingen, terwijl het door de AFM beweerde misleidende signaal geen betrekking heeft op de omvang van de orders afgezet tegen de eigen ingelegde of de eigen geannuleerde orders.
31. Bij de vaststelling door de AFM dat er sprake is van ‘een misleidend signaal te duchten’, heeft de AFM het geheel aan gedragingen van BRSG in ogenschouw genomen. Als in het bovenstaande uiteengezet acht de AFM in haar Besluit de omvang van de annulering ten opzichte van het volume van de totaal ingelegde orders van belang voor de invulling van het criterium dat er misleiding te duchten is. In het kader van het bespreken van de argumenten van BRSG als naar voren gebracht in de Zienswijze is de AFM tevens ingegaan op de verhouding tussen de door BRSG verrichte annuleringen en het totaal aan annuleringen van bestens orders ten aanzien waarvan de AFM heeft overwogen dat dit mede bijdraagt aan het misleidende karakter van het handelen van BRSG.
32. BRSG heeft haar stelling niet nader uitgewerkt, maar voor zover zij bedoelt te stellen dat de AFM in haar Besluit nu eens het ene criterium hanteert en dan weer het andere, geldt dat dit niet het geval is. Als onder punt 31. uiteengezet is acht de AFM beide feiten relevant voor het geheel aan gedragingen.
33. De AFM zou er ten onrechte aan voorbij zijn gegaan dat BRSG heeft gehandeld in de betreffende veilingen in de pre openingsfase en de slotfase. Het antwoord op de vraag of een misleidend signaal wordt gegeven is naar de mening van BRSG niet tevens het antwoord op de vraag of datzelfde signaal ook misleidend is in de veiling voorafgaand aan en na de sluiting van de beurshandel.

¹⁶ Rechtsoverwegingen 8.4 en 8.5.

34. Dat BRSG gehandeld heeft in de betreffende veilingen heeft de AFM wel degelijk betrokken in haar besluitvorming. De AFM verwijst naar de nadere analyses van de veilingen die in het Besluit zijn opgenomen en in het bovenstaande eveneens zijn opgenomen.
35. Het is onjuist dat de AFM gesteld zou hebben dat het geven van een misleidend signaal ook noodzakelijkerwijs misleidend is in de veiling voorafgaand aan de opening en vlak voor sluiting van de beurshandel. De AFM heeft geoordeeld dat er een misleidend signaal te duchten was met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims. Dit valt onder het verbod op marktmanipulatie van artikel 5:58, eerste lid onder a, Wft. Het verbod vereist niet dat de AFM tevens stelt en bewijst dat de signalen ook misleidend zijn in de veiling voorafgaand aan opening en vlak voor sluiting van de beurshandel hetgeen de AFM ook niet gedaan heeft.
36. Ook zou de AFM miskennen dat het annuleren van orders in de pre openingsfase en de slotfase nadrukkelijk is toegestaan door Euronext. De AFM heeft dit in het geheel niet miskend. De AFM heeft erkend dat het annuleren van orders veelvuldig voorkomt, maar dat het in het onderhavige geval de combinatie van de schaalgrootte van de orders, het tijdstip van annuleren daarvan en de vorm waarin de orders zijn geplaatst die maken dat sprake is van marktmanipulatie en dat misleiding te duchten is. De AFM is nadrukkelijk ingegaan op dit punt in het Besluit en de AFM verwijst voor de nadere onderbouwing naar het Besluit.¹⁷
37. [REDACTED] van BRSG is tijdens de hoorzitting nogmaals ingegaan op de strategie van BRSG. Kort weergegeven betoogt [REDACTED] dat BRSG, evenals andere marktpartijen, op zoek is gegaan naar andere mogelijkheden om winstgevend te kunnen handelen, omdat arbitrage in de vorm zoals deze altijd bestond in de huidige markten weinig meer opleveren en inmiddels niet meer bestaan.
38. Het hebben van een strategie en het gestelde consequent uitvoeren ervan brengt niet zonder meer met zich dat er geen sprake zou kunnen zijn van handelen in strijd met het verbod op marktmanipulatie. Een strategie kan heel goed legitiem zijn, maar op het moment dat deze strategie leidt tot het geven van onjuiste of misleidende signalen of waarvan een onjuist of misleidend signaal te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten, dan kwalificeert dit als handelen in strijd met het verbod van marktmanipulatie.
39. BRSG heeft gesteld dat er voor de andere marktpartijen voldoende tijd was om te reageren op de handelwijze van BRSG en dat er juist in de laatste seconden voor het sluiten van de veiling altijd nog veel handel plaats vindt. De AFM is op dit punt uitvoerig ingegaan in het Besluit.¹⁸ Wat hiervan ook zij, het doet niets af aan het feit dat van het handelen van BRSG een misleidend signaal te duchten was.

¹⁷ Zie 2.3.5 van het Besluit.

¹⁸ Zie 2.3.7 van het Besluit.

40. Het is overigens onjuist dat de AFM gesteld heeft dat marktpartijen binnen de laatste 5 seconden geen tijd meer hebben om te reageren op het annuleren van een order door BRSG. Wel is het zo dat andere marktpartijen op een zeer laat moment in de veiling snel hun handelsgedrag mogelijk moesten aanpassen aan de als gevolg van de nieuw ontstane – en als in het bovenstaande uiteengezet onverwachte – realiteit. Bovendien handelt niet elke partij volledig geautomatiseerd en handmatig handelende marktpartijen konden mogelijk niet meer reageren.¹⁹

Gerechtvaardigde beweegreden en overeenstemming met de gebruikelijke marktpraktijk

41. Het handelen van BRSG zou niet onder het verbod vallen op het moment dat BRSG aantoont dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende markt. Deze vereisten zijn cumulatief. Op het moment dat er geen gebruikelijke marktpraktijk is vastgesteld, dan is er geen ruimte meer voor het voldoen aan de ‘tenzij-bepaling’ en doet de gerechtvaardigde beweegreden niet meer ter zake.
42. Met betrekking tot de handelwijze van BRSG is geen gebruikelijke marktpraktijk vastgesteld op de daarvoor beschreven wijze in artikel 5:58, eerste lid, sub a, en derde lid Wft jo. artikel 4 Besluit marktmisbruik Wft. De AFM onderzoekt regelmatig of bepaalde categorieën transacties of handelsorders uitgezonderd zouden moeten zijn van de verboden als bedoeld in artikel 5:58, eerste lid, sub a en b, Wft en brengt daarover advies uit aan de Minister. Het is derhalve de AFM die het initiatief hiertoe neemt. Nu de AFM zich op het standpunt stelt dat van het handelen van BRSG een misleidend signaal te duchten is, zal de AFM niet een advies aan de Minister uitbrengen waarin de handelwijze van BRSG valt aan te merken als een gebruikelijke marktpraktijk.
43. Nu er geen sprake is van een gebruikelijke marktpraktijk, kan de ‘tenzij-bepaling’ in deze kwestie geen toepassing vinden. Niettemin gaat de AFM in het onderstaande in op hetgeen BRSG stelt omtrent de gerechtvaardigde beweegreden.²⁰
44. BRSG stelt dat zij een gerechtvaardigde beweegreden had, omdat zij handelde conform een vooraf vastgestelde strategie die door BRSG gedurende de gehele veiling is toegepast. Ook de door haar ingeschakelde deskundigen komen tot de conclusie dat het handelen van BRSG geen marktmanipulatie oplevert.
45. Het feit dat BRSG conform een bepaalde strategie handelde maakt nog niet dat er sprake is van een gerechtvaardigde beweegreden. Op het moment dat het verbod overtreden is, dan zal BRSG moeten aantonen dat de door BRSG verrichte transacties en handelsorders gerechtvaardigd waren. BRSG voert geen feiten of omstandigheden aan waaruit een gerechtvaardigde beweegreden blijkt en dit verweer kan dan ook niet slagen. Voor wat betreft het onderdeel van het verweer dat de door BRSG

¹⁹ Zie ook hier 2.3.7 van het Besluit waar de AFM tevens ingaat op de analyse van de [REDACTED].

²⁰ Zie ook 2.2.3 van het Besluit.

ingeschakelde deskundigen tot de conclusie komen dat er geen sprake is van marktmanipulatie geldt evenmin dat BRSG of de deskundigen aantonen dat er sprake is van een gerechtvaardigde beweegreden.

B. Het onderzoek van de AFM en de algemene beginselen van behoorlijk bestuur

46. BRSG meent dat het onderzoek door de AFM onzorgvuldig is uitgevoerd. BRSG betwist dat de door de AFM gehanteerde criteria doorslaggevend zijn om tot marktmanipulatie te kunnen komen. De selectiecriteria zijn achteraf door de AFM opgesteld, deze zijn niet nader gemotiveerd en alle conclusies van de AFM zijn gebaseerd op deze selectiecriteria. De selectie door de AFM van de betreffende veilingen waarin BRSG actief was, geeft ook aan dat de AFM verder niet heeft willen beoordelen in hoeverre het handelen van BRSG gerechtvaardigd was en of sprake was van een achterliggende strategie. Het Besluit is in strijd met het zorgvuldigheidsbeginsel en het motiveringsbeginsel genomen en daarnaast is het Besluit in strijd met het verbod van partijdigheid.

Reactie AFM

47. De AFM heeft in het Besluit reeds uiteengezet dat het onmogelijk is om alle orders en transacties te onderzoeken. Bij het verrichten van een bepaald onderzoek stelt de AFM vooraf parameters vast om de omvang en de opzet van het onderzoek te bepalen. De AFM is in haar onderzoeksrapport transparant geweest over de door de AFM gehanteerde parameters in het onderzoek naar de door BRSG verrichte transacties en handelsorders.
48. Ten aanzien van 5 van 6 onderzochte veilingen is de AFM tot de conclusie gekomen dat BRSG het verbod op marktmanipulatie heeft overtreden. Deze 5 veilingen liggen ten grondslag aan de door de AFM opgelegde boete. De AFM heeft niet alle transacties of handelsorders die door BRSG op NYSE Euronext Amsterdam zijn verricht onderzocht. Dat verandert ook niets aan het feit dat BRSG het verbod voor wat betreft de 5 geselecteerde veilingen heeft overtreden. De AFM blijft van mening dat haar wijze van onderzoeken in overeenstemming is met de vereiste zorgvuldigheid en dat het motiveringsbeginsel of het verbod van partijdigheid niet is geschonden.
49. Dat het de AFM vrij staat om een selectie te maken van verschillende transacties is door de voorzieningenrechter in zijn uitspraak van 21 maart 2012 bevestigd. BRSG wordt niet gevolgd in haar betoog dat het onderzoek onzorgvuldig is geweest. De voorzieningenrechter overweegt dat het de AFM naar vaste rechtspraak vrij staat om bij een handhavingonderzoek te volstaan met het selecteren van een beperkte hoeveelheid klantendossiers. Vervolgens oordeelt de voorzieningenrechter dat hij niet inziet dat dit uitgangspunt niet ook zou gelden voor een onderzoek naar financiële transacties die mogelijk marktmanipulatie opleveren. Gelet ook op het aantal door de AFM in aanmerking genomen veilingen is ook duidelijk dat het niet gaat om toeval. Hiervoor wordt bevestiging gevonden in het feit dat BRSG zelf heeft aangevoerd dat het vlak voor de opening annuleren van de claims een gevolg is van haar strategie (die zou zijn gericht op het annuleren van ongedekte orders.) Evenals de AFM is

ook de voorzieningenrechter van mening dat de handelwijze van BRSG in de niet onderzochte veilingen heeft geleid tot minder winst of zelfs verlies niet van belang is voor de vraag of er sprake is van overtreding van het verbod op marktmanipulatie.

50. BRSG stelt nog dat het Besluit gebaseerd zou zijn op informatie waarvan BRSG niet in het bezit is gesteld. De AFM heeft bij de toezending van het voornemen tot het opleggen van een bestuurlijke boete het onderzoeksrapport en de daaraan ten grondslag liggende stukken meegezonden en daarna is tevens het volledige boetedossier met alle relevante stukken in kopie aan BRSG verstrekt. In het kader van deze bezwaarprocedure is BRSG in de gelegenheid gesteld om het bezwaardossier met de op de zaak betrekking hebbende stukken in te zien waarvan BRSG geen gebruik heeft gemaakt. De AFM is van mening dat BRSG derhalve wel degelijk de informatie bezit waarop het Besluit is gebaseerd of in ieder geval in de gelegenheid is gesteld daarvan kennis te nemen. Nu BRSG niet aangeeft welke stukken naar de mening van BRSG ontbreken, kan de AFM hier verder niet op ingaan.
51. Als in het bovenstaande reeds aan de orde is geweest, brengt het hebben van een strategie nog niet met zich dat er geen sprake zou kunnen zijn van handelen in strijd met het verbod op marktmanipulatie.
52. De AFM is van mening dat alle argumenten die BRSG heeft aangedragen ter onderbouwing van het bezwaar dat het Besluit in strijd is met het zorgvuldigheidsbeginsel, het motiveringsbeginsel en het verbod van partijdigheid niet kunnen slagen.

C. Rechtszekerheid

53. Het verbod van marktmanipulatie is geen duidelijke bepaling en het handhaven ervan is in strijd met de rechtszekerheid. Daarnaast geldt dat BRSG een kleine Zwitserse onderneming is die handelt [REDACTED]. Het kan BRSG niet verweten worden onvoldoende kennis te hebben van de strekking van de verbodsbepaling waarvan de scope vaag is. Het AFM heeft het rechtszekerheidsbeginsel dan ook geschonden door het nemen van het Besluit.

Reactie AFM

54. Het verbod op marktmanipulatie als neergelegd in artikel 5:58 Wft richt zich tot een ieder. Ongeacht of het een natuurlijk persoon of een rechtspersoon betreft en ongeacht de grootte en de herkomst van de handelende marktdeelnemer en of de handelende marktdeelnemer al dan niet door tussenkomst van een derde handelt. Dit geldt in het onderhavige geval ook voor BRSG. Van BRSG, een professionele marktdeelnemer, mag worden verlangd dat, op het moment dat zij zich begeeft op de gereglementeerde markt NYSE Euronext Amsterdam, zij zich daarbij informeert welke wet- en regelgeving op haar handelen van toepassing is en aan welke beperkingen haar gedragingen zijn onderworpen. Kennisneming van onder meer de relevante wettekst van artikel 5:58 Wft en de daarbij behorende toelichting had BRSG derhalve in staat moeten stellen zich een beeld te vormen omtrent de reikwijdte van het verbod en het voor haar mogelijk moeten maken haar gedrag daarop af te stemmen.

BRSO geeft er geen blijk van dat BRSO zich voorafgaand aan het handelen op NYSE Euronext Amsterdam zich geïnformeerd heeft over de toepasselijke wet- en regelgeving. De gevolgen hiervan dienen naar de mening van de AFM voor rekening van BRSO zelf te komen.

55. Het feit dat BRSO een kleine partij is en niet onder toezicht staat, doet daar niet aan af. De grootte van een marktpartij is in dat kader niet relevant. Met de stelling dat BRSO niet onder toezicht staat, bedoelt BRSO waarschijnlijk aan te geven dat BRSO niet vergunningplichtig is, maar ook dat is niet relevant voor het al dan niet van toepassing zijn van het verbod dat namelijk onverkort geldt.
56. Voor de onderbouwing hiervan verwijst de AFM ook naar de uitspraak van het CBb van 22 februari 2012 (AWB 08/74 en 08/76) waarin is overwogen: *“Het lex certa beginsel, dat onder meer besloten ligt in artikel 7 EVRM, verlangt van de wetgever dat hij met het oog op de rechtszekerheid op een zo duidelijk mogelijke wijze de verboden gedraging omschrijft. Daarbij moet niet uit het oog worden verloren dat de wetgever soms met het gebruik van algemene termen verboden gedragingen omschrijft om te voorkomen dat gedragingen die strafwaardig zijn buiten het bereik van die omschrijving vallen. Dit kan onvermijdelijk zijn, omdat niet altijd is te voorzien op welke wijze de te beschermen belangen in de toekomst zullen worden geschonden en omdat, indien dit wel is te voorzien, de omschrijvingen van verboden gedragingen anders te verfijnd worden met als gevolg dat de overzichtelijkheid wegvalt en daarmee het belang van de algemene duidelijkheid van wetgeving schade lijdt.”*

D. Hoogte van de boete en de financiële positie van BRSO

57. De AFM heeft het beginsel van hoor en wederhoor geschonden door BRSO niet vooraf te horen over de voorgenomen hoogte van het boetebedrag. Daarnaast is de boete disproportioneel hoog en raakt de financiële positie van BRSO, die in 2011 en 2012 is verslechterd, ernstig. De opgelegde boete staat niet in verhouding met door de AFM voor andere overtredingen opgelegde boetes.

Reactie AFM

Hoor en wederhoor

58. BRSO heeft in het kader van de voorlopige voorziening ook betoogd dat de AFM het beginsel van hoor en wederhoor heeft geschonden door BRSO niet te horen over de voorgenomen hoogte van het boetebedrag.
59. De AFM heeft hierop tijdens de mondelinge behandeling van de voorlopige voorziening gereageerd door te stellen dat de AFM slechts verplicht was BRSO in de gelegenheid te stellen om haar zienswijze naar voren te brengen voorafgaand aan het beslissen over het opleggen van een boete. Die gelegenheid heeft BRSO gekregen en daar heeft zij ook gebruik van gemaakt. Het horen van een belanghebbende voorafgaand aan het nemen van een ambtshalve beschikking geschiedt in het kader van een goede en zorgvuldige bestuurlijke voorbereiding van een besluit door een zo adequaat mogelijke feitenverzameling. Op basis van de informatie die de belanghebbende verstrekt, kan het

bestuursorgaan bepalen of zij daadwerkelijk zal overgaan tot het nemen van een beschikking, zoals het opleggen van een boete. In het geval van een boete, kan het bestuursorgaan bovendien mede op basis van deze informatie bepalen wat de hoogte van de boete zou moeten zijn. In het voornemen staat het basisbedrag vermeld en dat de AFM dit basisbedrag kan verhogen of verlagen en welke factoren daarbij een rol kunnen spelen. Ten aanzien van deze factoren diende de AFM informatie te vergaren, voordat zij de hoogte van de boete kon vaststellen. Mede op basis van hetgeen BRSG in haar Zienswijze naar voren heeft gebracht, heeft de AFM bepaald wat een proportionele boete is. De AFM is dan ook van oordeel dat het beginsel van hoor en wederhoor niet is geschonden en dat de wijze van het vaststellen van de hoogte in lijn is met het zorgvuldigheidsbeginsel.

60. De voorzieningenrechter heeft ten aanzien van dit punt overwogen: *“Het betoog van BRSG dat AFM niet op zorgvuldige wijze tot een vaststelling van de boete is gekomen doordat AFM niet voorafgaande aan het bestreden besluit heeft meegedeeld op welke hoogte zij voornemens was de boete af te stemmen faalt. Naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter is AFM niet reeds bij het boetevoornemen gehouden om aan te geven op welk bedrag zij voornemens is de boete vast te stellen. De zienswijze dient er immers mede toe dat AFM nadere financiële en andere informatie kan verkrijgen van de overtreder die tot een afwijking van het basisbedrag kunnen nopen.”*
61. In deze bezwaarprocedure herhaalt BRSG haar standpunt dat de AFM het beginsel van hoor en wederhoor, maar BRSG laat na in te gaan op hetgeen door de AFM in de voorlopige voorziening naar voren is gebracht en de voorzieningenrechter hierover heeft overwogen en de AFM volstaat dan ook met het verwijzen naar het bovenstaande.
- Ernst en duur van de overtreding, verwijtbaarheid en overige omstandigheden*
62. De AFM blijft op het standpunt dat de ernst en/of de duur van de overtreding geen aanleiding is om tot het naar boven of beneden bijstellen van de boete over te gaan. Ook ziet de AFM geen aanleiding om op basis van de verwijtbaarheid van de overtreding of overige omstandigheden tot het bijstellen van de boete naar boven of beneden over te gaan. De motivering van het Besluit als opgenomen op bladzijde 22 tot en met 24 daarvan moet hier als herhaald en ingelast worden beschouwd.
63. BRSG haalt overige door de AFM gepubliceerde boetebesluiten aan en komt tot de conclusie dat de onderhavige boete de hoogste bestuurlijke boete is en dat deze niet in verhouding staat tot de andere overtredingen. BRSG gaat eraan voorbij dat de door haar aangehaalde boetes zaken betreffen van verschillende boetecategorieën en dat ook in die zaken rekening is gehouden met factoren die tot het naar boven of beneden bijstellen van de boete kunnen leiden. De AFM is dan ook van mening dat deze zaken niet met elkaar vergeleken kunnen worden en dat het argument van BRSG niet kan slagen.
- Draagkracht /omvang BRSG*
64. De door BRSG in de onderhavige bezwaarprocedure aan de AFM verstrekte informatie met betrekking tot de financiële positie van BRSG is voor de AFM wel aanleiding om tot bijstelling van de boete over te gaan.

65. BRSO heeft een [REDACTED] overgelegd en een [REDACTED] en [REDACTED]. Hieruit volgt dat [REDACTED] en dat de financiële positie in 2012 verder is verslechterd. Gelet op het vermogen van BRSO acht de AFM thans in heroverweging een boetehoogte van [REDACTED] passend in plaats van de in het Besluit vastgestelde [REDACTED].

Verkregen voordeel

66. De AFM heeft in het Besluit het boetedrag verhoogd met het door BRSO behaalde voordeel in de vorm van de door BRSO behaalde fee van in totaal € 40.000.
67. BRSO heeft na de hoorzitting een nadere schriftelijke toelichting gegeven op het door haar behaalde fee. Voorts heeft BRSO aangevoerd dat deze fee niet het verkregen voordeel is dat zij heeft verkregen met de in het Besluit bedoelde transacties.
68. De AFM komt in deze heroverweging tot het standpunt dat BRSO inderdaad weliswaar een fee heeft verkregen voor de door haar uiteindelijk verrichte transacties, maar dat niet vastgesteld kan worden dat deze fee verkregen is door de manipulatieve handelingen van BRSO. Na de annuleringen door BRSO hebben er nog wijzigingen plaatsgevonden in de TOP en de TOV waardoor niet, althans niet op eenvoudige wijze, vastgesteld kan worden welk voordeel door BRSO met de overtreding verkregen is. De AFM stelt de boete dan ook naar beneden bij. Gezien dit standpunt zal de AFM niet meer ingaan op de hoogte van de verkregen fee met betrekking tot welk punt BRSO nadere informatie heeft aangeleverd.

Conclusie: matiging boete

69. Het voorgaande is voor de AFM aanleiding om de boete te matigen tot € 100.000.

E. Zienswijze BRSO

70. Het Besluit weerspreekt naar het oordeel van BRSO onvoldoende hetgeen in de Zienswijze naar voren is gebracht.

Reactie AFM

71. BRSO stelt dat de AFM in haar besluit de Zienswijze van BRSO onvoldoende heeft weersproken en dat dit bezwaar als een zelfstandige bezwaargrond dient te worden aangemerkt. Deze stelling licht BRSO niet toe. BRSO laat na aan te geven op welke punten de AFM ten onrechte niet zou zijn ingegaan. Niettemin heeft de AFM in het kader van deze heroverweging nogmaals de Zienswijze van BRSO beoordeeld. De AFM komt tot de conclusie dat in het Besluit wel degelijk op zorgvuldige wijze is omgegaan met de zienswijze van BRSO en dat de AFM op de bezwaren van BRSO is ingegaan.

F. Publicatie

72. BRSG is van mening dat de AFM gezien de bezwaren van BRSG niet tot het Besluit had mogen komen en de AFM heeft het Besluit dan ook ten onrechte gepubliceerd op 23 maart 2012. BRSG is de wettelijke bezwaargang ter zake van de publicatie ontnomen nu het Besluit al is gepubliceerd en de heroverweging ter zake de publicatie feitelijk geen betekenis meer heeft.

Reactie AFM

73. Van openbaarmaking van het Besluit (en de beslissing op bezwaar) nadat het Besluit onherroepelijk is geworden, kan de AFM slechts afzien als die publicatie in strijd is of zou kunnen komen met het doel van het door de AFM uit te oefenen toezicht op de naleving van de Wft. Van dat laatste is naar het oordeel van de AFM geen sprake en wordt overigens ook niet betoogd door BRSG. BRSG betoogt dat de AFM niet tot het Besluit had mogen komen en derhalve niet tot publicatie had mogen overgaan. Van openbaarmaking na het onherroepelijk worden van het boetebesluit kan daarom niet worden afgezien.
74. De AFM zal na het definitief worden van het boetebesluit, aan haar verplichting tot publicatie op grond van artikel 1:98 Wft uitvoering geven door aan het eerdere persbericht de volgende update toe te voegen:
“Update [datum waarop de update op de site verschijnt]: Het besluit van de AFM is inmiddels definitief geworden en kan door belanghebbenden niet meer ter toetsing aan de rechter worden voorgelegd. In de bezwaarfase is de boete gematigd tot een bedrag van € 100.000.”
75. Bijlage 2 bij dit besluit bevat de volledige tekst van de beslissing op bezwaar die op de website van de AFM openbaar zal worden gemaakt, geschoond van vertrouwelijke informatie. Mocht BRSG van mening zijn dat er desondanks vertrouwelijke tekst in staat die geschoond zou moeten worden, dan verneemt de AFM dat graag zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk binnen 3 werkdagen nadat dit besluit definitief is geworden. Nadat dit besluit definitief is geworden, zal geen nadere aankondiging plaatsvinden alvorens tot publicatie wordt overgegaan.
76. Let op: De AFM kan, al naargelang de omstandigheden op het moment van publicatie, bovengenoemde publicatietekst wijzigen of aanvullen.

G. Strijd met de wet en het ongeschreven recht

77. BRSG stelt dat het Besluit is in strijd met de wet, in het bijzonder met de Algemene wet Bestuursrecht (Awb) en de Wet op het financieel toezicht (Wft) en daarop gebaseerde regelgeving, althans met enig ander algemeen verbindend voorschrift, althans met enig gecodificeerd en/of in het algemeen rechtsbewustzijn levend beginsel van behoorlijk bestuur.

Datum

Ons kenmerk

Pagina

20 van 20

Reactie AFM

78. De AFM deelt het oordeel van BRSG niet. De AFM is in het bovenstaande ingegaan op de bezwaargronden onder A tot en met F en de AFM is op alle concrete bezwaargronden van BRSG ingegaan. Deze bezwaargrond van BRSG is niet nader onderbouwd en daarmee dermate onbepaald dat de AFM daarop niet in kan gaan.

IV. Besluit

De AFM heeft besloten het Besluit te herroepen voor zover het de hoogte van de boete betreft en laat het Besluit voor het overige in stand. De AFM matigt de boete tot een bedrag van € 100.000. De motivering van het bestreden besluit wordt aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen.

In de matiging van de boete ziet de AFM aanleiding tot vergoeding van de in bezwaar gemaakte kosten. Gelet op het Besluit proceskosten bestuursrecht wordt deze vergoeding vastgesteld op € 874. De AFM verzoekt u haar aan te geven op welk bank- of girorekeningnummer van uw cliënte deze kostenvergoeding kan worden overgemaakt.

V. Rechtsgangverwijzing

Iedere belanghebbende kan tegen deze beslissing op bezwaar beroep instellen door binnen zes weken na bekendmaking ervan een beroepschrift in te dienen bij de rechtbank Rotterdam, Sector Bestuursrecht, Postbus 50951, 3007 BM Rotterdam. Natuurlijke personen kunnen ook digitaal beroep instellen bij genoemde rechtbank via <http://loket.rechtspraak.nl/bestuursrecht>. Daarvoor moet u wel beschikken over een elektronische handtekening (DigiD). Kijk op de genoemde site voor de precieze voorwaarden. Voor het instellen van beroep wordt een griffierecht geheven.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

Was getekend

[Redacted signature]

[Redacted signature]

[Redacted signature]