

BIJLAGE

Aangetekend verstuurd mbvo

[REDACTED], advocaat

OPENBARE VERSIE

Hart advocaten N.V.
t.a.v. mevrouw mr. N.G. Wijnstekers
Apollolaan 133-135
1077 AR AMSTERDAM

Datum	11 januari 2012
Ons kenmerk	[REDACTED]
Pagina	1 van 28
Kopie aan	BRSG Advisors SA [REDACTED] Zwitserland
Telefoon	[REDACTED]
E-mail	[REDACTED]@afm.nl
Betreft	Besluit tot oplegging bestuurlijke boete aan BRSG Advisors SA

Geachte mevrouw Wijnstekers,

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft besloten aan uw cliënte, BRSG Advisors SA (BRSG), gevestigd te Genève, Zwitserland, een bestuurlijke boete van € 240.000,- op te leggen 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). Dit is een overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Hieronder wordt het besluit verder toegelicht. In paragraaf 1 vindt u de weergave van de feiten die ten grondslag liggen aan het besluit. Paragraaf 2 geeft een beoordeling van de feiten, waarbij ook de zienswijze van BRSG aan bod komt. Paragraaf 3 bevat het besluit en in paragraaf 4 staat hoe BRSG tegen dit besluit bezwaar kan maken.

De versie van het besluit die openbaar wordt gemaakt is als bijlage bijgevoegd.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk [REDACTED]

Pagina 2 van 28

1. Feiten

1.1 Verloop van het proces

De AFM is in januari 2010 begonnen met het onderzoek naar mogelijke marktmanipulatie bij de handel in de claims.

Op 29 januari 2010 heeft de AFM per brief (kenmerk [REDACTED]) aan The Financial Services Authority (FSA) gevraagd om toezending van informatie in het kader van het onderzoek van de AFM.

Op 5 februari 2010 heeft de AFM per e-mail informatie opgevraagd bij NYSE Euronext Amsterdam in het kader van het onderzoek van de AFM met betrekking tot de handel in de claims en in aandelen ING.

Op 24 maart 2010 heeft de FSA per e-mail gereageerd op het informatieverzoek van de AFM.

Op 20 april 2010 ontving de AFM van de FSA aanvullende informatie (per e-mail).

Bij brief van 6 mei 2010 (kenmerk [REDACTED]) verzocht de AFM de Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) om bijstand in het kader van het onderzoek naar de handel in financiële instrumenten uitgegeven door ING.

Bij brief van 14 oktober 2010 (kenmerk [REDACTED]) verzocht de AFM met een beroep op artikel 5:16 Awb aan NYSE Euronext Amsterdam om inlichtingen te verstrekken.

Bij brief van 15 oktober 2010, referentienummer [REDACTED], reageerde FINMA op het verzoek van de AFM om informatie. In haar reactie refereerde FINMA aan het feit dat zij ook informatie van BRGS had verkregen.

Op 21 oktober 2010 verzocht de AFM FINMA per e-mail om aanvullende informatie over de 'order routing/order trail'.

Bij brief van 25 oktober 2010 (kenmerk [REDACTED]) verzocht de AFM aan de FSA om aanvullende informatie 'regarding transactions and orders performed by [REDACTED]'.

Bij brief van 26 oktober 2010 (referentienummer [REDACTED]) reageerde NYSE Euronext Amsterdam op het verzoek om informatie van de AFM van 14 oktober 2010.

Bij brief van 29 november 2010 (referentienummer [REDACTED]) reageerde FINMA op het verzoek van de AFM om informatie.

Bij brief van 2 december 2010 (kenmerk [REDACTED]) reageerde de FSA op het informatieverzoek van de AFM.

Datum	11 januari 2012
Ons kenmerk	[REDACTED]
Pagina	3 van 28

Bij brief van 9 december 2010 (kenmerk [REDACTED]) stuurde de AFM een concept onderzoeksrapport aan FINMA. Bij het concept onderzoeksrapport was een informele Engelse vertaling van het rapport gevoegd.

Bij brief van 19 januari 2011 stuurde FINMA de reactie van BRSG op het concept onderzoeksrapport aan de AFM door. Als bijlage bij de brief was een brief van [A] d.d. 17 januari 2011 gevoegd.

Op 10 en 11 maart 2011 correspondeerden de AFM en FINMA per e-mail over de reactie van BRSG op de bevindingen van de AFM.

Bij brief van 21 april 2011 (kenmerk [REDACTED]) verzond de AFM een voornemen tot boeteoplegging gericht aan BRSG aan FINMA, met het verzoek om de brief door te sturen naar BRSG. Als bijlage bij het boetevoornemen werd het definitieve onderzoeksrapport van dezelfde datum (kenmerk [REDACTED]) toegezonden aan FINMA, eveneens met het verzoek om dit document door te sturen aan BRSG.

Op 21 juni 2011 heeft BRSG in een zienswijze zitting ten kantore van de AFM haar zienswijze mondeling toegelicht, in het bijzijn van u en van de heer [B], van [REDACTED]. BRSG heeft een schriftelijke versie van haar zienswijze aan de AFM overhandigd.

1.2 Feiten die aanleiding vormen voor het besluit

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

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 ingeleigd 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.

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;

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

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 4 van 28

- 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.

De volgende zes veilingen voldoen aan deze criteria:

07-12-2009 slotveiling;
08-12-2009 openingsveiling;
08-12-2009 slotveiling;
09-12-2009 openingsveiling;
10-12-2009 openingsveiling; en
14-12-2009 openingsveiling.

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 (referentienummer [REDACTED]), die onderdeel uitmaakt van het boetedossier en waarvan u een kopie hebt ontvangen. 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 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.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 5 van 28

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. 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 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.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 6 van 28

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 aandelen. Deze order wordt echter om 8:59:48 uur geannuleerd (hierdoor resteren 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.

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.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 7 van 28

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

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.

2. **Beoordeling**

2.1 **Wettelijk kader**

2.1.1 Artikel 5:58, eerste lid, Wft

Het is verboden om in of vanuit een in artikel 5:56, eerste lid, onderdeel a, b of d, bedoelde staat telkens voorzover het financiële instrumenten betreft als bedoeld in het desbetreffende onderdeel:

- a. 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 handelsorder heeft 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 of de desbetreffende multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96;

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

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 8 van 28

2.1.2 Joint Guidance on Auction Manipulation

In juli 2010 hebben de gezamenlijke toezichthouders AFM, AMF, CBFA en CMVM een document gepubliceerd onder de naam ‘Joint Guidance on Auction Manipulation’ (Joint Guidance). In dit document zetten de toezichthouders uiteen welke handelwijzen zij aanmerken als mogelijke marktmanipulatie. Zij benadrukken dat het hier gaat om uitleg van bestaande regels en niet om een toelichting bij nieuwe regelgeving. In de publicatie van de toezichthouders wordt de volgende handelwijze, die in een voetnoot in het document nog nader wordt uitgewerkt, beschreven:

‘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 rights issues.’

2.2 Beoordeling van de feiten

De AFM is van oordeel 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 (transactiemanipulatie) heeft overtreden, doordat BRSG in deze periode in vijf veilingen stelselmatig bestens kooporders heeft ingelegd in de claims en deze vervolgens op een zeer laat tijdstip gedurende de veiling heeft geannuleerd. Van het handelen door BRSG was een misleidend signaal te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims. BRSG heeft niet aannemelijk gemaakt dat zij de bedoeling heeft gehad om de ingelegde kooporders daadwerkelijk (op een bestens prijs) uit te voeren of een gerechtvaardigde beweegreden had. In deze paragraaf wordt uiteengezet waaruit de overtreding bestond, aan de hand van de afzonderlijke bestanddelen van de verbodsbepaling.

2.2.1 Verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in financiële instrumenten

De AFM heeft geconstateerd dat BRSG in de periode van 7 december tot en met 14 december 2009 in zes veilingen stelselmatig omvangrijke bestens kooporders heeft ingelegd in de claims en BRSG deze vervolgens gedurende de laatste vijf seconden voordat de veiling plaatsvond heeft geannuleerd. De AFM heeft het handelen van BRSG geconstateerd in de slotveiling van 7 december 2009; de openings- en de slotveilingen van 8 december 2009 en de openingsveilingen van 9, 10 en 14 december 2009.¹⁴

2.2.2 Waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is

In vijf van de zes onderzochte veilingen waarin BRSG meer bestens orders in de claims inlegde dan zij nodig had om ingedekt te zijn tegen een (voorgenomen) verkoop van ING aandelen, heeft BRSG dit surplus geannuleerd in

¹⁴ De orders ingelegd en geannuleerd in de openingsveiling van 14 december 2009 worden door de AFM niet aan de boete ten grondslag gelegd, omdat vanwege de omvang van het aantal orders de TOP en de TOV na de annulering door BRSG van de bestens orders niet kan worden bepaald.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 9 van 28

de laatste vijf seconden voordat de veiling plaatsvond.¹⁵ Het ging hierbij om 47,6% van het volume van de in totaal door BRSG ingeleigde orders in claims.¹⁶ 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, zoals hiervoor in onderdeel 1.2 is uiteengezet, de TOP en de TOV beïnvloed. In vijf van de zes onderzochte veilingen heeft de AFM aan de hand van informatie verstrekt door Euronext kunnen vaststellen wat het directe effect van het annuleren van de bestens orders door BRSG was (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.¹⁷ Reeds alleen vanwege de relatieve omvang van deze geannuleerde orders was naar het oordeel van de AFM van deze handelwijze misleiding te duchten.

2.2.3 Tenzij gerechtvaardigde beweegredenen

Gelet op de handelwijze van BRSG is het niet aannemelijk dat BRSG daadwerkelijk de bedoeling heeft gehad om de ingeleigde kooporders (op een bestens prijs) uit te voeren. De enkele stelling van BRSG dat zij beoogde om een bepaalde spread te behalen en dat zij de bestens orders annuleerde wanneer deze beoogde spread niet kon worden behaald is naar het oordeel van de AFM onvoldoende om te kunnen onderbouwen dat BRSG voor haar handelen een gerechtvaardigde beweegreden had. Voor zover BRSG al daadwerkelijk in lijn met een door haar –intern vastgestelde en niet voor het publiek kenbare– strategie handelde had BRSG zich naar het oordeel van de AFM moeten realiseren dat van haar handelen conform deze strategie een zodanig misleidend signaal was te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims dat zij daarom deze strategie in de praktijk niet mocht toepassen. De AFM merkt op dat van te duchten misleiding reeds sprake is wanneer een sterke mogelijkheid bestaat of ingezien kan worden dat datgene waarvoor gevaar ontstaat zich zal verwezenlijken.¹⁸ Terzake hield dit in dat er een grote kans bestond dat bestens orders met een substantiële omvang ingeleigd werden die vervolgens zouden worden geannuleerd.

2.2.4 Niet in overeenstemming met de gebruikelijke marktpraktijk

Het inleggen en annuleren van de bestens orders op de schaal waarop BRSG handelde was niet in overeenstemming met de bij NYSE Euronext Amsterdam gebruikelijke marktpraktijk. Dat de praktijk van BRSG geen gebruikelijke handelspraktijk vormde volgt alleen al uit de Joint Guidance waarin verschillende toezichthouders uiteenzetten dat zij de handelwijze aanmerken als mogelijke marktmanipulatie. Het is evident dat een dergelijke handelspraktijk geen gebruikelijke praktijk kan vormen. Van een handelspraktijk die bij algemene maatregel van bestuur (als bedoeld in artikel 5:58, lid 3, Wft) zou zijn aangewezen als gebruikelijke marktpraktijk

¹⁵ In de openingsveiling van 14 december 2009 is een order van 750.000 claims door BRSG geannuleerd op zes seconden voor de sluiting van de veiling (om 8.59.54 uur). De annulering door BRSG van de orders in de openingsveiling van 14 december 2009 wordt niet aan de boete ten grondslag gelegd.

¹⁶ Zie schema p. 13 onderzoeksrapport. In het daargenoemde percentage van 54% is de openingsveiling van 14 december 2009 nog meegenomen.

¹⁷ In deze veiling heeft BRSG echter wel 21,2% van het totale aantal bestens orders geannuleerd. In dit percentage is de geannuleerde order van 750.000 claims niet meegenomen, omdat deze zes seconden voor sluiting van de veiling is geannuleerd.

¹⁸ Kamerstukken II 2005-2006, 29 708 nr. 19, p. 603.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 10 van 28

kan onder deze omstandigheden vanzelfsprekend ook geen sprake zijn. De AFM wijst er nog op dat de handelspraktijk niet als gebruikelijke praktijk is aangewezen.

2.3 Zienswijze BRSG

2.3.1 Inleiding

BRSG heeft naast haar eigen zienswijze ook twee opinies van derden, de heren [C] en [B], ingebracht. De argumenten die in deze opinies worden aangevoerd overlappen grotendeels met de zienswijze van BRSG zodat in dit besluit alleen de argumenten uit de opinies worden besproken die niet elders bij de bespreking van de zienswijze van BRSG aan de orde komen.

BRSG merkt allereerst op dat zij werkt als ‘investment advisor’ voor slechts één fonds, het [D] Fonds, gevestigd op Gibraltar. Alle orders waarover BRSG adviseert aan het fonds worden voor het fonds uitgevoerd. Alle winsten en verliezen komen direct voor rekening van het fonds. De inkomsten van BRSG bestaan alleen uit een vergoeding voor haar werkzaamheden voor het fonds.

2.3.2 Strategie BRSG, beoogde spread

BRSG stelt dat zij werkt volgens een bepaalde strategie. Deze strategie bestaat uit twee elementen: het verrichten van arbitragehandel en daarnaast het innemen van zogenaamde ‘long positions’.¹⁹ Alle orders die zij inlegt passen in deze strategie. Het is de bedoeling van BRSG om alle orders die zij inlegt daadwerkelijk uit te voeren, haar strategie is niet om deze te cancellen, maar de marktomstandigheden kunnen wel maken dat zij daartoe overgaat. De strategie van BRSG wordt bepaald door de volgende factoren:

1. de omzettingsratio vastgesteld door ING voor de omwisseling van de claims in aandelen (6/7);
2. de TOP waarop de claims worden verhandeld; en
3. een verschil tussen de prijs van de claims en die van de aandelen (spread).²⁰

Volgens de heer [C] is het –meer risicovolle– innemen van ongedekte ‘long positions’ door arbitrageurs gebruikelijker geworden, omdat de meer traditionele vormen van arbitrage de laatste tijd minder profijtelijk zijn.²¹ De AFM wijst erop dat –anders dan de heer [C] stelt– BRSG niet heeft gewacht met handelen tot het einde van de rights subscription period, maar haar orders aan het begin en voor het einde van diverse (dagelijkse) veilingen van de ING claims heeft geannuleerd.

¹⁹ Dit zijn kooporders waarbij, anders dan bij pure arbitragehandel, geen sprake is van ‘gedekte’ transacties [toelichting AFM].

²⁰ Bij ING was dit verschil door BRSG bepaald op 1,5% van de netto spread. De spread wordt mede bepaald door de kosten gemaakt door het fonds, de prijs waarop de transactie wordt verricht en de theoretische marktprijzen en bepaalde kosten.

²¹ Hij schrijft hierover het volgende: ‘That is the reason why arbitrageurs are now forced to take positions then subsequently hedge them while hoping to make a profit; for example, by selling the shares without having the rights yet or buying the rights and selling the shares much later. By doing so, arbitrageurs take advantage of the classic market movements, for example, the fact that at the end of the rights subscription period, their price tends to fall because banks get rid of all the rights that their clients no longer want to exercise; or again, that at the end of the rights subscription period, the price of shares goes up because fund managers want to be long on shares. This background is important: it explains why BRSG systematically took positions on ING rights that were not yet hedged by positions on ING shares.’ [onderstreping AFM].

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina

11 van 28

BRSG stelt dat de bestens orders in de claims door haar niet worden gecancelled om de TOP van de claims te beïnvloeden, maar alleen omdat de beoogde spread van 1,5% niet kon worden gehaald. De AFM merkt op dat het enkele feit dat BRSG stelt volgens een bepaalde strategie te hebben gewerkt niet betekent dat geen sprake kan zijn van marktmanipulatie. De vraag die rijst is of de strategie volgens welke BRSG heeft gehandeld een gerechtvaardigde beweegreden vormt om de transactie of de handelsorder te verrichten. Bij de handel in de claims is de door BRSG beoogde spread in geen enkele van de door de AFM onderzochte veilingen behaald. BRSG heeft in geen van deze veilingen meer claims gekocht dan zij nodig had om het aantal door haar verkochte aandelen ING te hedgen. BRSG heeft derhalve, ook in de gevallen waarin de beoogde spread niet kon worden behaald, wel arbitragetransacties verricht. De AFM leidt hieruit af dat BRSG wel ruimte zag om profijtelijk te arbitreren, ook in die gevallen waarin de beoogde netto spread niet kon worden behaald.

BRSG stelt overigens dat de beoogde spread mogelijk had kunnen zijn behaald bij de veiling op 14 december 2009, indien BRSG haar orders niet —conform haar risicomijdende strategie— had geannuleerd. De heer [C] benadrukt dat de strategie zoals door het [D] Fonds bepaald door BRSG weliswaar niet is behaald, maar dat het ook niet onmogelijk lijkt dat deze wel had kunnen worden behaald, eveneens gelet op de percentages die zijn behaald op 14 december 2009. BRSG verwijt de AFM voorts dat de AFM, bij het vaststellen van de criteria op basis waarvan zij de onderzochte veilingen heeft geselecteerd, in strijd met de algemene beginselen van behoorlijk bestuur heeft gehandeld. BRSG wijst erop dat de AFM haar oordeel onderbouwt door in het onderzoeksrapport te verwijzen naar 6 van de 16 veilingen.²² BRSG benadrukt dat zij actief was op een substantieel groter aantal veilingen en dat zij veel meer orders heeft ingelegd en geannuleerd. BRSG verwijt de AFM in dit verband dat zij andere orders en transacties niet in haar beoordeling heeft betrokken en dat ook de strategie van BRSG door de AFM onvoldoende is beoordeeld. BRSG acht dit relevant omdat zij bij de orders en transacties waarover in het onderzoeksrapport wordt gerapporteerd consequent haar arbitragestrategie heeft toegepast. BRSG had niet de intentie om de markt te manipuleren. In die zin wijken de door de AFM onderzochte orders en transacties volgens BRSG dan ook niet af van de andere orders en transacties waarover door de AFM niet is gerapporteerd. Wanneer de AFM alle veilingen had beoordeeld en rekening had gehouden met de strategie van BRSG had de AFM volgens BRSG tot de conclusie moeten komen dat BRSG alleen haar strategie uitvoerde. De AFM herhaalt dat voor zover BRSG al in lijn met een door haar —intern vastgestelde en niet voor het publiek kenbare— strategie handelde zij zich naar het oordeel van de AFM had moeten realiseren dat van haar handelen conform deze strategie een zodanig misleidend signaal was te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims dat zij deze strategie in de praktijk niet mocht toepassen. Dat BRSG stelt dat haar strategie had kunnen werken (in de openingsveiling van 14 december 2009), ware het niet dat haar strikte interne risicomijdende beleidsregels hieraan in de weg stonden, geeft eens te meer aan dat de strategie van BRSG een niet reële was. Immers, voor zover BRSG daadwerkelijk al een strategie heeft bepaald, had BRSG bij de vaststelling daarvan rekening kunnen (en behoren) te houden met de intern geldende beleidsregels. Het gaat derhalve niet aan om aan de hand van één veiling te stellen dat de strategie ‘had kunnen werken, ware het niet dat haar risicomijdende strategie daaraan in de weg stond’ en BRSG derhalve ook in deze ene veiling de orders al had geannuleerd in de laatste vijf seconden voorafgaand aan de openingsveiling, zodat ook hier de strategie niet tot het uitvoeren van de ingelegde order heeft geleid.

²² De AFM benadrukt dat aan de boete niet zes maar vijf van de onderzochte veilingen ten grondslag worden gelegd.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 12 van 28

De AFM merkt in dit verband op dat de mogelijkheid dat de strategie kan worden behaald niet doorslaggevend kan zijn voor de vraag of is aangetoond dat de beweegredenen van de handelaar gerechtvaardigd zijn en van een serieuze economische rechtvaardiging voor het handelen sprake is. De AFM herhaalt dat de door BRSG gevoerde strategie, die inhoudt dat grote bestens orders worden ingelegd waarbij een aanmerkelijk risico bestaat dat deze kort voor tijd moeten worden geannuleerd, marktmanipulatie in de hand werkt, aangezien in de markt tot het laatst ten onrechte de indruk wordt gewekt dat tegen iedere prijs een grote vraag naar claims bestaat. Gelet op het feit dat de strategie in geen van de onderzochte veilingen ten uitvoer is gebracht oordeelt de AFM dat door BRSG niet aannemelijk is gemaakt dat haar strategie een reëel doel diende, zodat geen sprake kan zijn van een gerechtvaardigde beweegreden in de zin van artikel 5:58, eerste lid onder a, Wft. De AFM wijst er nog op dat het argument van BRSG dat de invloed voor zover die er is slechts bestaat ten aanzien van de theoretische prijs en het theoretische volume van de claims, terwijl niet daadwerkelijk wordt gehandeld niet relevant is. Wanneer dit argument zou worden gevolgd zou de wettelijke bepaling, ingevolge welke van het verrichten of bewerkstelligen van handelsorders een misleidend signaal te duchten kan zijn, zinledig zijn.

BRSG stelt dat haar strategie door meerdere handelaren wordt gehanteerd en wijst ter onderbouwing naar een document, overgelegd bij de zienswijze en opgesteld door [E], genaamd 'Rights Issue Study'. Het document bevat een studie naar rights issues door West Europese bedrijven tussen 1 januari 2008 en 6 mei 2009 (de datum van publicatie van het rapport door [E]). De AFM wijst er echter op dat in de studie van [E] een analyse wordt gemaakt van de prijsontwikkeling gedurende de veilingperiode en een analyse wordt gemaakt van de beste tijd om te handelen. Uit het rapport valt niet af te leiden dat de strategie die BRSG stelt te hebben gehanteerd – en die in de uitvoering leidde tot omvangrijke annuleringen van bestens orders in de laatste vijf seconden voorafgaand aan de openings- of slotveiling – een in de markt veelgebruikte strategie is of gelegitimeerd zou zijn.

Daarnaast heeft BRSG bij de zienswijze tevens verschillende logs van chats in het kader van de handel in de claims overgelegd. BRSG stelt dat daaruit valt af te leiden dat tijdens de handel de focus ligt op de zogenaamde spread en niet op de prijs van de claims. BRSG wijst erop dat uit de chats ook kan worden afgeleid dat het innemen van niet-gehedgde posities in de markt gebruikelijk is. De AFM maakt aan BRSG echter niet het verwijt dat BRSG mogelijk ongedekte handelsposities zou innemen. Het verwijt van de AFM ziet op het feit dat van de handelsorders van BRSG een misleidend signaal te duchten was met betrekking tot de vraag naar of de koers van de claims. BRSG heeft in geen enkele veiling meer claims gekocht dan er nodig waren om het aantal door haar verkochte aandelen ING te hedgen. Juist het feit dat BRSG stelselmatig grote ongehedgde bestens orders in claims heeft ingelegd die zij geen enkele keer heeft uitgevoerd sterkt de AFM in haar oordeel dat BRSG het risico heeft genomen dat voor de markt misleiding was te duchten van haar handelen. Zelfs indien BRSG niet de intentie heeft gehad om met het inleggen en annuleren van de bestens orders in claims de markt te misleiden dan was er van het handelen van BRSG nog wel een misleidend effect te duchten op de markt. In dit licht beschouwd doet niet terzake dat de orders niet werden uitgevoerd omdat een beoogde –door BRSG intern vastgestelde spread– niet werd behaald. Dat van het handelen van BRSG een misleidend signaal naar de markt was te duchten is BRSG aan te rekenen.

De heer [C] verwijt de AFM dat de AFM haar stelling niet onderbouwt dat van de annuleringen door BRSG een misleidend effect uitging of dat BRSG zich had moeten realiseren dat dit ervan uit kon gaan. De AFM kiest hier

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 13 van 28

volgens de heer [C] een theoretische benadering en houdt hierbij met de realiteit van het handelen op de markt niet of nauwelijks rekening. Dit verwijt gaat echter niet op, nu gelet op de tekst van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft voldoende is dat *'een misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten.'* De door BRSG geannuleerde orders in de vijf veilingen die door de AFM aan de boeteoplegging ten grondslag worden 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 belopen de annuleringen zelfs 100% van de ingelegde bestens orders. De door BRSG 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 misleiding te duchten was van het handelen van BRSG. Juist omdat 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 reeds alleen om deze reden misleiding te duchten. Deze benadering wordt, zoals blijkt uit de Joint Guidance van meerdere Europese toezichthouders die hierna in onderdeel 2.3.9 wordt besproken, in de markt breder gedragen.

BRSG wijst erop dat de strategie van BRSG op de volgende twee manieren werd uitgevoerd:

1. Doordat BRSG aan drie gespecialiseerde handelaren een mandaat had gegeven om te handelen wanneer de door BRSG gestelde voorwaarden zich voordeden; en
2. Door BRSG zelf via een speciale rekening bij [F], waarbij BRSG direct zelfstandig kon handelen en zelf haar arbitragestrategie kon uitvoeren (via zogeheten Direct Market Access).

Het onderzoek van de AFM richtte zich alleen op de transacties die vallen binnen onderdeel 2 van de strategie. De orders die door de handelaren die handelden op basis van het eerste deel van de strategie zijn door de AFM niet onderzocht. De AFM merkt overigens op dat BRSG geen verdere informatie heeft verstrekt over de vraag op welke wijze de onder 1. genoemde drie door BRSG geïnstrueerde handelaren hebben gehandeld en evenmin heeft aangegeven om welke partijen het ging. Niet is duidelijk geworden of deze handelaren daadwerkelijk op basis van een mandaat de strategie van BRSG hebben uitgevoerd en zo ja, welke onderdelen daarvan. Bovendien bestaat op grond van de stukken onduidelijkheid over de vraag of de onafhankelijke handelaren door het [D] Fonds zelf zijn geïnstrueerd, zoals lijkt te kunnen worden afgeleid uit de brief van 17 januari 2011, waarin [A] reageert op het concept onderzoeksrapport. Uit de brief van FINMA van 29 november 2010 kan echter worden afgeleid dat BRSG (weliswaar 'on behalf of [G], dat investment manager was van het [D] Fonds) handelaren heeft geïnstrueerd om te handelen en daarbij de strategie toe te passen, waarna de handelaren zelfstandig handelden, zonder dat BRSG hun handelen verder bepaalde of controleerde (*'These instructions were sent via [H] messages, on the phone and/or via electronic trading tool. BRSG instructs brokers to work a <<spread>> order and has absolutely no control of the routing, the orders sent or cancelled, apart from the instructions sent by BRSG Advisors SA through the electronic trading tool.'*) Dat op deze wijze is gehandeld is ook door BRSG zelf gesteld tijdens de zienswijze zitting.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 14 van 28

2.3.3 Systematisch handelen door BRSG

Voor wat betreft het argument van BRSG dat zij systematisch handelde en dat dit blijkt doordat 35 van de 80 ingelegde orders wel zijn uitgevoerd wijst de AFM erop dat het bij deze 35 orders gaat om orders die allemaal waren gehedged door verkooporders in aandelen ING. Het feit dat deze orders wel zijn uitgevoerd en de overige 45 orders niet onderschrijft naar het oordeel van de AFM juist dat BRSG alleen de ongedekte orders annuleerde en dat BRSG dus niet de intentie had om deze orders uit te voeren. 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.

Het argument van de heer [C] dat BRSG op geen enkel moment kooporders voor ING claims heeft ingelegd nadat zij haar orders annuleerde gaat om deze reden ook niet op. Volgens de heer [C] kan hieruit worden afgeleid dat de annulering altijd ingegeven was door de wens het [D] Fonds te beschermen en niet door de wens om ING claims tegen een lagere prijs te verwerven. De AFM benadrukt dat de reeds ingelegde –wel gedekte en uitgevoerde– orders voor arbitragetransacties als gevolg van het handelen van BRSG wel ingelegd bleven en met een positief resultaat zijn uitgevoerd.

2.3.4 Opzet onderzoek AFM

Zoals hiervoor onder 1.2 aangegeven heeft de AFM haar onderzoek beperkt tot transacties waarbij aan de volgende criteria is voldaan:

1. Er is sprake van een arbitragetransactie door BRSG bij de veiling;
2. BRSG heeft binnen vijf seconden voor de veiling een bestens order in claims geannuleerd; en
3. BRSG heeft in de desbetreffende veiling profijtelijk gearbitreerd tussen de claim en het aandeel ING, waarbij de verdiensten op de arbitragetransactie meer dan EUR 5.000 bedragen.

De AFM benadrukt dat het enkel hebben van een strategie niet betekent dat onder geen omstandigheden sprake kan zijn van marktmanipulatie. Daarvoor is bepalend op welke wijze de strategie is uitgevoerd en wat de gevolgen zijn van het uitvoeren van de strategie voor de markt. Gelet op de onmogelijkheid voor de AFM om alle orders en transacties te onderzoeken dient de AFM parameters vast te stellen die de omvang en de opzet van het onderzoek bepalen. Nu de AFM transparantie heeft betracht ten aanzien van de parameters die zij stelt, voldoet zij hiermee aan de beginselen van behoorlijk bestuur. Ten overvloed merkt de AFM nog op dat het niet noodzakelijk is om aan te tonen dat bij BRSG de intentie (het oogmerk) om de markt te manipuleren heeft bestaan ten tijde van haar handelen. De marktmisbruikbepaling vindt haar oorsprong in Europese regelgeving en de Europese wetgever heeft geen oogmerkvereiste willen invoeren.

2.3.5 Algemeen geaccepteerde handelspraktijk

BRSG wijst erop dat arbitrage in het algemeen en meer in het bijzonder de strategie van BRSG een algemeen geaccepteerde handelspraktijk vormen. Dit blijkt ook uit het feit dat de andere handelaren die BRSG had geïnstrueerd deze strategie ook uitvoerden. Deze standaard praktijk is niet officieel erkend, maar zou volgens BRSG wel dienen te worden erkend door de Minister van Financiën. De AFM daarentegen acht het zeer onaannemelijk dat de handelspraktijk bij algemene maatregel van bestuur zal worden aangemerkt als een gebruikelijke handelspraktijk, gelet op de risico's die met de praktijk samenhangen en die breed door de

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 15 van 28

verschillende Europese toezichthouders worden onderkend als mogelijk manipulatief. De AFM verwijst terzake naar de Joint Guidance waaruit kan worden afgeleid dat de strategie van BRSG geen algemeen aanvaarde handelspraktijk vormt. De stelling van BRSG dat ook andere handelaren de strategie van BRSG hanteerden gaat reeds vanwege gebrek aan onderbouwing niet op. Bij gebrek aan bewijs kan de AFM niet beoordelen of bij de veiling andere handelaren de strategie van BRSG op gelijke wijze uitvoerden. In ieder geval is hun handelen niet in absolute zin opgefallen, zodat hiervan naar het oordeel van de AFM voor de markt niet in dezelfde mate als van het handelen door BRSG misleiding te duchten kan zijn geweest. Om deze reden kan aan de AFM niet worden verweten dat zij het handelen van de betreffende handelaren niet verder heeft onderzocht. Uit het feit dat andere handelaren de strategie van BRSG zouden hebben toegepast kan dan ook niet worden afgeleid dat de strategie van BRSG een algemeen geaccepteerde handelspraktijk vormt.

BRSG ontkent dat het feit dat de orders in de laatste seconden zijn geannuleerd impliceert dat sprake is van manipulatie. Pas in de laatste fase van de veiling wordt de prijs meer accuraat en kan een arbitrageur goed beoordelen of zijn strategie kan worden gerealiseerd. BRSG benadrukt dat hier sprake is van een standaard marktpraktijk, die ook door NYSE Euronext Amsterdam is geaccepteerd. Uit de informatie van NYSE Euronext Amsterdam blijkt dat niet alleen BRSG op het laatste moment orders annuleerde, maar dat andere partijen dit ook deden. De AFM erkent dat het annuleren van orders veelvuldig voorkomt bij NYSE Euronext Amsterdam. Bij BRSG is het echter de combinatie van de schaalgrootte van de orders, het tijdstip van annuleren daarvan en de vorm waarin de orders zijn geplaatst die maakt dat sprake is van marktmanipulatie en misleiding te duchten is. BRSG heeft op omvangrijker schaal bestens orders geannuleerd dan andere partijen die actief waren in de handel in de claims. Reeds alleen om deze reden sprongen de geannuleerde bestens orders van BRSG eruit. Voor zover andere partijen al eveneens grote bestens orders annuleerden ging het hierbij niet om ongedekte posities. Ten aanzien van het argument van BRSG dat de AFM de gehele veiling had behoren te betrekken in haar onderzoek merkt de AFM op dat dit argument haaks staat op de stelling van BRSG dat eerst in de laatste fase van de veiling de prijs accurater wordt. Reeds alleen om deze reden is het aangewezen voor de AFM dat zij zich in haar onderzoek te concentreert op deze fase van de handel. Bovendien onderstreept dit eens te meer dat van het annuleren van een grote bestens order in deze fase van de handel meer misleiding is te duchten.

De heer [C] benadrukt in dit verband dat het systeem van de handel op NYSE Euronext Amsterdam toeliet dat partijen tegelijkertijd in zowel aandelen als in claims handelden. De AFM wijst er echter op dat het enkele feit dat het systeem het handelen mogelijk maakt niet betekent dat het gaat om een gebruikelijke marktpraktijk. Integendeel, het –vroeg– inleggen van bestens orders en in zeer laat stadium annuleren van deze orders op de schaal waarop BRSG dit heeft gedaan is een praktijk die op NYSE Euronext Amsterdam niet gebruikelijk is. Van rechtvaardiging omdat de systemen het mogelijk maken dat op deze wijze wordt gehandeld kan onder deze omstandigheden geen sprake zijn. Gelet op het feit dat de strategie van BRSG in geen enkele van de veilingen heeft gewerkt is er naar het oordeel van de AFM evenmin sprake van een strategie die een serieuze economische rechtvaardiging voor haar handelswijze vormt.

2.3.6 Onderzoek naar de TOP en de TOV

BRSG voert voorts aan dat de AFM haar oordeel ten onrechte slechts heeft gebaseerd op de TOP en de TOV direct voor en direct na het annuleren van de orders door BRSG. De AFM heeft nagelaten om de volledige TOP en TOV gedurende de veilingen te beoordelen. Deze informatie is volgens BRSG wel relevant. De openings- en

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 16 van 28

slotkoers werden echter ook bepaald door alle andere handelsorders die werden ingelegd of geannuleerd, na het annuleren door BRSG. Wanneer het proces van de veilingen en de snelle veranderingen van de TOP en de TOV tijdens de veilingen worden beoordeeld blijkt volgens BRSG dat haar acties niet opvallen.

BRSG stelt bovendien dat, wanneer de laatste vijf seconden van de veiling worden bekeken, blijkt dat de TOP en TOV in die fase aan de grootste fluctuaties onderhevig zijn. Ook nadat BRSG haar orders annuleerde veranderden de TOP en de TOV nog. De prijs die aan het einde van de veiling ontstond week nog vaak af van de TOP vlak na het moment waarop BRSG haar orders annuleerde. De AFM heeft ten onrechte dit aspect niet betrokken bij haar beoordeling van de vraag of sprake is van marktmanipulatie.

De wijziging van de TOP zoals door de AFM voorgesteld, laat volgens BRSG alleen de impact van de TOP op het moment van annulering van de orders zien. De TOP en TOV waaraan de AFM in het rapport refereert kunnen het resultaat zijn van een combinatie van diverse andere orders die niet door de AFM inzichtelijk zijn gemaakt. De waarden van de TOP en TOV door de AFM genoemd in haar onderzoeksrapport wijken af van de waarden zoals aangeleverd door NYSE Euronext Amsterdam.

De AFM wijst erop dat in de informatie afkomstig van NYSE Euronext Amsterdam waarop BRSG zich baseert minder gedetailleerde gegevens bevat dan de informatie op basis waarvan de AFM haar oordeel heeft gevormd. De informatie zoals gebruikt door BRSG is afkomstig van een database van NYSE Euronext Amsterdam waarin de TOP's binnen een seconde in willekeurige volgorde staan vermeld. De gegevens waarop de AFM zich baseert geven de individuele TOP en TOV na een specifieke order weer. Aan de hand van de betreffende informatie heeft de AFM kunnen herleiden welke specifieke invloed de annuleringen van de bestens orders door BRSG op de TOP en de TOV hebben gehad. Dat, zoals BRSG stelt, de TOP en de TOV (als gevolg van automatisch handelende handelaren) nadien nog wijzigden maakt niet dat het annuleren van de orders door BRSG geen effect op de markt had zodat daarvan geen misleiding te duchten was. Ook uit het feit dat de koers bij de openings- en slotveiling afweken van de TOP en TOV onmiddellijk na het annuleren van de bestens order door BRSG kan niet worden afgeleid dat van het annuleren door BRSG geen misleiding was te duchten. Op dit argument wordt hierna in onderdeel 2.3.7 verder ingegaan.

2.3.7 Omvang en impact van de handel

BRSG stelt dat voor de beoordeling of sprake is van marktmanipulatie de omvang van de handelsorders van belang is. Gelet op de omvang van de handel acht BRSG het niet aannemelijk dat één enkele partij misleiding heeft kunnen bewerkstelligen, in de vorm van beïnvloeding van de TOP, die bovendien een theoretische grootheid is omdat gedurende de veilingen geen echte handel plaatsvindt. De heer [B] acht het niet aannemelijk dat sprake kan zijn van mogelijke marktmanipulatie door het annuleren van orders door BRSG met het oogmerk om de TOP te beïnvloeden. Het beïnvloeden van de TOP door orders te annuleren maakte geen onderdeel uit van de strategie van BRSG. Er zijn teveel factoren die niet of slechts ten dele bekend zijn en die niet kunnen worden beïnvloed om van marktmanipulatie te kunnen spreken. De AFM merkt echter op dat het oogmerk om de TOP te beïnvloeden geen onderdeel uitmaakt van de definitie in de zin van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft zodat dit aspect niet relevant is bij het bepalen of van marktmanipulatie sprake was.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 17 van 28

Bovendien is voor andere marktpartijen de omvang van het aanbod en de (bestens) vraag naar claims kenbaar. Voor hen is dus ook duidelijk welke orders als gevolg van het annuleren komen te vervallen. Van het stelselmatig annuleren van bestens orders in het slot van de veiling is bij de AFM melding gemaakt. Daarnaast heeft de AFM, anders dan BRSG stelt, op basis van de informatie verstrekt door NYSE Euronext Amsterdam weldegelijk de wijzigingen van de TOP en de TOV die direct het gevolg zijn van het handelen van BRSG in de overgrote meerderheid van de veilingen kunnen vaststellen. Deze wijzigingen zijn weergegeven in de bijlage bij de brief van NYSE Euronext Amsterdam van 26 oktober 2010, die ook onderdeel uitmaakt van het dossier dat aan BRSG is toegezonden. Hieruit blijkt dat de orders die BRSG annuleerde in de vijf veilingen die aan de boeteoplegging ten grondslag worden gelegd in de vijf seconden voor de openings- en slotveiling 80% van de totale annuleringen van bestens orders uitmaakten.²³ Gelet op dit percentage was misleiding te duchten van deze annuleringen. Hieraan doet niet af dat, zoals BRSG stelt, de uiteindelijke prijs van de claims op openings- en slotveilingen niet overeenkomt met de TOP en de TOV direct na de annulering door BRSG. In dit verband merkt de AFM nog op dat, zoals BRSG ook zelf stelt, in de laatste seconden voor de openings- en slotveiling het meeste wordt gehandeld, zodat van de betreffende orders die in deze fase worden ingelegd of ingetrokken of geannuleerd de meeste impact voor de markt is te duchten. Juist in deze fase van de veiling annuleerde BRSG 80% van de in totaal ingelegde bestens orders. Naar het oordeel van de AFM gaat het onder deze omstandigheden niet aan dat BRSG stelt dat zij niet de intentie had om de markt te manipuleren.

BRSG stelt dat de informatie die de AFM heeft gebruikt volgens BRSG niet kan worden gehanteerd om de impact van het inleggen en annuleren van de orders door BRSG te bepalen. De heer [B] merkt in dit kader op: *'TOP and TOV during an order accumulation period act completely on their own and are independent parameters, the underlying factors that steer them being all the orders and the changes in all these orders.'* Volgens BRSG hadden haar orders echter geen grote invloed op de TOP van de claims, omdat de werkelijke openings- of slotkoers pas werd bepaald bij de daadwerkelijke veiling. Ook na het annuleren van de orders door BRSG werd er nog flink gehandeld in de claims. Hieruit kan volgens BRSG worden afgeleid dat andere partijen voldoende tijd hadden om te reageren op het handelen door BRSG. De AFM wijst erop dat voor de vraag of sprake is van marktmanipulatie niet relevant is of de TOP en de TOV nog na het annuleren door BRSG wijzigden. Het gaat hierbij niet enkel om een direct verband tussen de TOP en de TOV. Voldoende is dat misleiding te duchten was van het handelen door BRSG. En juist dat was hier het geval, omdat ten onrechte door BRSG tot het laatst de schijn werd gewekt dat er tegen elke prijs (bestens) grote vraag naar claims bestond. Dat de TOP en de TOV na het annuleren door BRSG nog wijzigden doet dan ook niet af aan het feit dat van het annuleren door BRSG van een grote bestens order op een zeer laat moment misleiding van de markt was te duchten. Andere partijen handelden en bepaalden hun handelsgedrag in de veronderstelling dat tegen iedere prijs een grote vraag naar claims bestond. Juist dit was niet het geval. BRSG had niet de intentie om tegen iedere prijs te kopen en annuleerde op een zeer laat moment bestens orders. Andere partijen moesten op een zeer laat moment in de veiling snel hun handelsgedrag aanpassen aan de als gevolg hiervan nieuw ontstane –en niet verwachte– realiteit. BRSG gaat er hier bovendien aan voorbij dat niet elke partij volledig geautomatiseerd handelt. Handmatig handelende handelspartijen konden mogelijk niet meer reageren omdat zij te laat waren. Het is ook maar de vraag of BRSG als

²³ Op de slotveilingen van 7 en 8 december 2009 respectievelijk 61,7% en 100% en op de openingsveilingen van 8, 9 en 10 december 2009 respectievelijk 100%, 47,5 % en 89,7%.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 18 van 28

handmatige handelaar zelf tijdig had kunnen reageren wanneer zij geconfronteerd was met het handelen door een andere partij op de wijze waarop zij dat zelf heeft gedaan.

Het argument van de heer [B] dat bij veilingen vooral professionele handelaren actief zijn, die de markt kennen en weten dat gedurende het (veiling)proces orders nog zullen wijzigen en mogelijk worden geannuleerd dient vanuit dit licht te worden beschouwd. Volgens de heer [B] is het niet juist om te stellen dat het inleggen en annuleren van bestens orders een verkeerd signaal doet uitgaan of mogelijk doet uitgaan naar de markt. Hij wijst erop dat de handelaar met de snelste (high frequency trading (HFT)) systemen de beste toegang heeft tot de markt en voordeel heeft van zijn systemen en dat dit in de moderne markt geaccepteerd is. De heer [B] gaat er echter aan voorbij dat bij veilingen ook andere (mogelijk ook niet-professionele) partijen actief zijn. Deze partijen hadden mogelijk niet meer de tijd om nog te reageren op het handelen door BRSG. De AFM wijst er in dit verband op dat de norm geldt voor een bredere markt dan alleen die van HFT. Bovendien geldt ook voor het handelen door (geautomatiseerde HFT) handelaren dat zij reageren op wijzigingen in de vraag en in de prijs. Ook de HFT handelaren die tijdens de veilingen van de ING claims actief waren reageerden met hun handelen op de nieuwe werkelijkheid, die in aanzienlijke mate was veroorzaakt door het annuleren van de bestens orders door BRSG. Want, zoals de heer [B] stelt in zijn opinie, kopers die bestens orders inleggen geven hiermee aan dat zij tegen iedere prijs willen kopen. Van de annullering door BRSG van haar bestens orders op een zeer laat tijdstip in de veiling was derhalve reeds alleen om deze reden misleiding te duchten. De AFM kan de annulleringen alleen verklaren als onderdeel van de strategie van BRSG om de TOP en de TOV te beïnvloeden en hiermee met een gunstiger resultaat arbitragetransacties te verrichten bij het slot van de veiling. BRSG heeft in elk van de onderzochte veilingen – na het annuleren van de bestens order – ook daadwerkelijk gehandeld, met een positief resultaat.

BRSG benadrukt dat zij de orders annuleerde tijdens de veiling en niet, zoals de AFM stelt, voorafgaand aan de veiling. BRSG stelt dat zij derhalve niet kan worden beboet voor het annuleren *voorafgaand* aan de veiling. Volgens de AFM gaat het hier om een semantische discussie. Bovendien wordt in het onderzoeksrapport de term ‘veiling’ gebruikt zowel om de openings- en slotfase van de handel waarin partijen orders konden inleggen aan te duiden,²⁴ alsook om het moment aan te duiden waarop de eigenlijke openings- en de slotveiling plaatsvonden. Deze veiling was uiteindelijk het enige moment waarop de orders die in de openings- en slotfase van de handel waren ingelegd daadwerkelijk konden worden uitgevoerd.²⁵ Gelet op de onderbouwing in het onderzoeksrapport is naar het oordeel van de AFM voldoende duidelijk dat het verwijt dat de AFM aan BRSG maakt ziet op de handelspraktijk van BRSG waarbij BRSG binnen 5 seconden voor de openings- of sluitingsveiling omvangrijke bestens orders annuleerde.

BRSG merkt op dat de AFM niet onderbouwt dat het gaat om grote orders die BRSG annuleerde. Gelet op de omvang van de handel in de claims is BRSG van mening dat geen sprake is van ‘grote orders’. De door BRSG geannuleerde bestens orders in de laatste vijf seconden in de vijf veilingen die aan de boete ten grondslag worden gelegd belopen echter 80% van het totale aantal geannuleerde bestens orders.²⁶ In vijf van de zes onderzochte

²⁴ Zie bijvoorbeeld pagina 10 van het rapport, onderdeel 2.4.

²⁵ Zie bijvoorbeeld pagina 7 van het rapport, onderdeel 7. De betreffende veilingen worden ook wel aangeduid als de openings- en slotveiling.

²⁶ 1 Slotveiling 7/12/09 61,7% (order voor 400.000 claims);

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 19 van 28

veilingen heeft BRSG ook in absolute zin de grootste bestens orders geannuleerd. De annuleringen van de bestens orders door BRSG vallen in de openings- en slotfase van de veiling derhalve op door hun omvang en timing.

2.3.8 Intentie BRSG om orders uit te voeren, gebruik bestens orders

BRSG benadrukt dat zij wel de intentie had om de geannuleerde orders uit te voeren en dat de AFM haar stelling dat BRSG niet de intentie had om de orders uit te voeren onderbouwt met de volgende twee argumenten: 1) de orders zijn op het laatste moment geannuleerd; en 2) het ging om bestens orders, die volgens de AFM aan de markt aangeven dat je tegen *iedere prijs* bereid bent om te kopen.

BRSG benadrukt nogmaals dat zij een strategie had die zij in alle veilingen heeft gevolgd. BRSG had de intentie om de ingelegde orders uit te voeren wanneer de omstandigheden zoals vermeld in de strategie zich voordeden. Het is dus niet zo dat BRSG op het moment van inleggen van de orders niet de intentie had om deze uit te voeren. De AFM wijst er echter op dat BRSG niet de intentie had om de orders tegen elke prijs uit te voeren, terwijl die indruk in de markt wel werd gewekt door het gebruik van bestens orders.

De heer [C] merkt ten aanzien van het gebruik van bestens en limiet orders het volgende op: *‘Moreover, it should be noted that generally, market supervisory authorities believe that cancellations can cause market manipulation when they concern limited orders.’* De AFM wijst erop dat dit in dit verband niet relevant is omdat de AFM dit niet aan BRSG verwijt. De AFM verwijt aan BRSG dat zij bestens orders inlegde en op een laat moment annuleerde, als gevolg van welk handelen manipulatie van de markt was te duchten.

BRSG voert in dit verband aan dat de AFM er in haar oordeel aan voorbijgaat dat iedere investeerder bestens orders mag annuleren en dat de AFM ten onrechte geen rekening houdt met het feit dat bestens orders in het orderboek een hogere ranking hebben dan limietorders en daarmee voorrang hebben bij uitvoering. Bovendien stelt BRSG dat [F] beperkingen zou stellen aan het gebruik van limietorders. De AFM herhaalt dat gelet op de timing en de omvang van de annulering van de bestens orders door BRSG een misleidend signaal voor de markt was te duchten. Dit risico werd vergroot doordat BRSG gebruikmaakte van bestens orders. BRSG wenste de orders alleen uit te voeren wanneer deze pasten binnen haar strategie. De AFM meent dat wanneer [F] beperkingen stelt aan het gebruik van limietorders BRSG zich de vraag had moeten stellen of haar strategie redelijkerwijs wel kon worden gehanteerd zonder dat misleiding zou zijn te duchten, nu zij daarvoor gebruik wenste te maken van het plaatsen van grote bestens orders met een grote kans dat die nadien zouden worden geannuleerd.

2.3.9 Joint Guidance

BRSG merkt nog op dat in de Joint Guidance wordt gerefereerd aan orders die worden *ingelegd* in de laatste minuten voorafgaand aan de veiling (en geannuleerd enkele seconden voorafgaand aan de veiling). BRSG wijst er echter op dat zij haar orders juist vroeg inlegde en niet in de laatste minuten. De AFM merkt op dat in de toelichting bij de Joint Guidance wordt gerefereerd aan *‘Market participant A enters a relatively large buying*

2 en 3 openings- en slotveiling 8/12/09 100% (order voor 400.000 claims);

4 openingsveiling 9/12/09 47,5% (order voor 500.000 claims); en

5 openingsveiling 10/12/09 89,7% (order voor 500.000 claims).

order in rights X prior to the opening or closing auction of the rights (during the pre-opening/closing phase the theoretical price is calculated continuously). Hieruit kan niet worden afgeleid dat het moet gaan om orders die kort voor de openings- of sluitingsveiling worden ingelegd. Daarentegen wordt wel duidelijk gemaakt dat het moet gaan om orders die korte tijd voor openings- of sluitingsveiling worden geannuleerd: *'Within a few seconds prior to the start of the opening/closing auction, market participant A cancels the large buying order in rights X. As a result, the theoretical price of the rights decreases sharply (arbitrage opportunities immediately increase) while other market participants do not have sufficient time to respond to the new theoretical price (...).'* Bij BRSG werd aan deze voorwaarde voldaan, het annuleren van de orders vond plaats in de seconden vlak voor de openings- of slotveiling.

2.3.10 Strijd met subsidiariteitsbeginsel en proportionaliteitsbeginsel

BRSG voert aan dat het om de volgende redenen in strijd is met het handhavingsbeleid van de AFM en meer in het bijzonder het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel om aan haar een boete op te leggen:

1. De AFM heeft al in december 2009 (tijdens de veiling van de ING claims) een signaal ontvangen over BRSG. De AFM heeft toen geen actie tegen BRSG ondernomen. De AFM had op dat moment al contact kunnen opnemen met BRSG. Door dit na te laten heeft BRSG kunnen doorgaan met handelen. De AFM merkt op dat BRSG als professionele handelspartij zelf verantwoordelijk is voor haar eigen handelen. Zij had ervoor kunnen kiezen om voorafgaand aan haar handelen haar strategie aan de AFM voor te leggen. In december 2009 ontving de AFM een signaal over mogelijke onevenredigheden bij de handel in de claims. Het ging hierbij om een algemeen signaal, dat niet was toegespitst op BRSG. Op dat moment was voor de AFM niet kenbaar dat het signaal betrekking had op het handelen door BRSG, immers zij handelde via [F], laat staan dat het op dat moment voor de AFM duidelijk was op welke wijze BRSG handelde. Onder deze omstandigheden kan de AFM niet worden verweten dat zij niet al in december 2009 aan BRSG heeft laten weten dat haar handelwijze niet wenselijk en in strijd met de Wft was.
2. De AFM heeft anderhalf jaar nodig gehad om de zaak te onderzoeken. Een onderzoeksperiode van anderhalf jaar komt de AFM echter, mede in aanmerking genomen dat bij diverse (buitenlandse) partijen informatie is opgevraagd, niet onredelijk voor.
3. BRSG merkt op dat zij een niet onder toezichtstaande Zwitserse partij is die haar strategie van handelen heeft ingericht naar de maatstaven van Zwitsers recht. Onder Zwitsers recht wordt het handelen van BRSG niet gekwalificeerd als markmanipulatie. Het Zwitserse recht is gebaseerd op dezelfde internationale standaarden als de Engelse FSA toepast. De AFM merkt op dat dit argument niet relevant is omdat BRSG, wanneer zij handelt op NYSE Euronext Amsterdam, de regelgeving die van toepassing is op NYSE Euronext Amsterdam dient na te leven. De verwijzing naar de FSA is evenmin relevant.
4. BRSG voert nog aan dat gespecialiseerde handelaren waarmee het [D] Fonds werkte (zoals [F]) bekend zijn met de relevante regelgeving en nooit commentaar hebben gehad op het handelen door BRSG ofwel zelfs maar hebben ingegrepen in het handelen door BRSG. De heer [C] merkt in dit verband eveneens op dat hij het zeer opvallend vindt dat [F] BRSG op geen enkele manier heeft gewezen op het feit dat haar handelen mogelijk kon worden beschouwd als veilingmanipulatie. De AFM herhaalt dat BRSG als professionele partij zelfstandig verantwoordelijk is voor haar handelen en dat zij uit het feit dat andere partijen geen commentaar hebben gehad op haar handelen niet kan afleiden dat haar handelen dus geoorloofd is.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 21 van 28

5. Volgens BRSG is artikel 5:58 Wft vaag en is de scope ervan onbepaald, zodat een eventuele overtreding van de bepaling niet aan BRSG kan worden verweten. Dat het artikel voor de markt niet duidelijk is blijkt ook uit het feit dat de verschillende toezichthouders Joint Guidance hebben gegeven. Het handhaven door de AFM op basis van dit artikel komt volgens BRSG in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel en artikel 7 EVRM. Echter, al in 2004 is guidance is gegeven door CESR²⁷ en de Joint Guidance houdt een bevestiging in van de reeds bestaande regels, en vormt geen invulling van een open norm, zodat dit argument niet opgaat.
6. BRSG stelt dat geen schade zou zijn geleden door investeerders zodat er voor BRSG geen aanleiding is om te compenseren. Dit aspect is echter niet onderzocht. De koers van de ING aandelen en de claims zijn met elkaar verbonden, hoewel de aandelen en de claims separaat van elkaar worden verhandeld. De AFM sluit niet uit dat partijen schade hebben ondervonden van de annuleringen van de orders in de ING claims. Sterker nog, gelet op het verband dat bestaat tussen de waarde van de ING claims en de waarde van de ING aandelen (welk verband reeds alleen is gelegen in het feit dat er een vaste omwisselverhouding bestaat tussen de claims en de aandelen) acht de AFM het aannemelijk dat de beïnvloeding door BRSG van de waarde van de claims – door annulering van de bestens orders in de laatste vijf seconden voor de openings- of sluitingsveiling – en daarmee van invloed is geweest op de koers van de aandelen ING.
7. BRSG voert verder nog aan dat de markt niet is verstoord en dat er ook geen schade is toegebracht aan het vertrouwen in de markt. De AFM merkt op dat schade aan vertrouwen in de markt geen bestanddeel vormt van artikel 5:58, eerste lid onder a, Wft. Voldoende is dat van de handelsorder een onjuist of misleidend signaal uitging of te duchten was. Bovendien valt niet uit te sluiten dat het vertrouwen in de markt juist wel is geschaad. De AFM heeft twee signalen ontvangen waarin melding werd gemaakt van mogelijke marktmanipulatie bij de handel in de claims als gevolg van het (laat) annuleren van omvangrijke bestens orders. Op grond hiervan is juist aannemelijk dat de markt wel is verstoord en het vertrouwen in de markt wel schade heeft opgelopen als gevolg van het handelen van BRSG. Bovendien is het mogelijk, zoals hiervoor onder 6 al is genoemd, dat partijen (mogelijk ook particuliere aandeelhouders) schade hebben ondervonden van de annuleringen van de orders in de claims.

2.3.11 Zienswijze BRSG, voorzover hiervoor niet behandeld

Voor zover de overige argumenten van BRSG, op grond waarvan BRSG van oordeel is dat het in strijd is met het handhavingsbeleid van de AFM om aan haar een boete op te leggen, niet hiervoor in onderdeel 2.3.10 zijn besproken, komen deze hierna in onderdeel 3.1 bij de vaststelling van de hoogte van de boete aan de orde.

BRSG voert nog aan dat de AFM in strijd met het zorgvuldigheids- en het motiveringsbeginsel handelt doordat zij in het boetevoornemen heeft aangegeven vooralsnog geen redenen te zien om af te zien van de publicatie van een boete, terwijl de AFM dit oordeel niet onderbouwt. De AFM merkt op dat het hier gaat om een voorlopig oordeel. Nadat is besloten om een boete op te leggen wordt door de AFM wederom een zorgvuldige afweging gemaakt van de vraag of publicatie in strijd komt met het bepaalde in artikel 1:97, vierde lid, Wft. Op de publicatie van de boete wordt hierna in onderdeel 3.2 van dit besluit verder ingegaan.

²⁷ CESR Guidance 04/505b.

In het licht van het voorgaande is het argument van BRSG in de zienswijze dat de AFM gedurende het onderzoek en in het onderzoeksrapport de algemene beginselen van behoorlijke bestuur, en meer in het bijzonder het zorgvuldigheidsbeginsel en het motiveringsbeginsel zou hebben geschonden, onjuist.

2.4 Conclusie

De AFM heeft in paragraaf 2.2 een overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft geconstateerd. De beoordeling van de zienswijze als opgenomen in paragraaf 2.3 leidt er niet toe dat de AFM tot een ander oordeel komt.

3. Besluit

3.1 Besluit tot boeteoplegging

Op grond van het voorgaande heeft de AFM besloten om aan BRSG een bestuurlijke boete op te leggen omdat BRSG in de periode van 7 tot en met 10 december 2009 in vijf veilingen²⁸ handelsorders heeft ingelegd en geannuleerd, van welk handelen een misleidend signaal was te duchten met betrekking tot de vraag naar en de koers van de claims op nieuw uit te geven aandelen ING. Naar het oordeel van de AFM heeft BRSG niet aannemelijk gemaakt dat zij voor haar handelen een gerechtvaardigde beweegreden had. Het inleggen en annuleren van de bestens orders op de schaal waarop BRSG handelde was evenmin in overeenstemming met de bij NYSE Euronext Amsterdam gebruikelijke marktpraktijk.²⁹ Dit is een overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft.

Hoogte van de boete

Voor deze overtreding geldt op grond van artikel 1:81, eerste en tweede lid, Wft en artikel 10 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (Bbfs) een basisbedrag van € 2.000.000,-. De AFM kan het basisbedrag verlagen of verhogen met ten hoogste 50 procent indien de ernst en/of de duur van de overtreding een dergelijke verlaging of verhoging rechtvaardigen.³⁰ De AFM kan daarnaast het basisbedrag verlagen of verhogen met ten hoogste 50% indien de verwijtbaarheid van de overtreder een dergelijke verlaging of verhoging rechtvaardigt.³¹ De AFM houdt bij het vaststellen van de bestuurlijke boete ook rekening met de draagkracht van de overtreder.³²

Ernst en duur van de overtreding

De AFM ziet geen aanleiding om op basis van de duur van de overtreding het basisbedrag naar beneden of naar boven bij te stellen. Hierbij acht de AFM van belang dat de claims gedurende de periode van 30 november tot en met 14 december 2009 op NYSE Euronext Amsterdam verhandelbaar waren en BRSG gedurende deze gehele

²⁸ Slotveilingen van 7 en 8 december 2009 en openingsveilingen van 8, 9 en 10 december 2009.

²⁹ De AFM heeft de bevoegdheid om een boete op te leggen op grond van artikel 1:80, eerste lid Wft.

³⁰ Artikel 2, tweede lid, Bbfs.

³¹ Artikel 2, derde lid, Bbfs.

³² Artikel 4, eerste lid, Bbfs.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 23 van 28

periode actief in de claims heeft gehandeld. De AFM heeft het handelen van BRSG in zes veilingen gedurende deze periode onderzocht. In vijf veilingen heeft de AFM een overtreding van BRSG van artikel 5:58, eerste lid, onder a Wft geconstateerd, zodat de AFM gelet op het structurele karakter geen aanleiding ziet om de boete wegens de duur van de overtreding te verhogen of te verlagen.

Voor wat betreft de ernst van de overtreding wijst de AFM erop dat BRSG, als professionele partij, stelselmatig grote bestens orders in claims heeft ingelegd, die op een laat tijdstip, in de laatste seconden voordat de openings- en slotveilingen plaatsvonden, zijn geannuleerd. Van het inleggen van de grote bestens orders en vervolgens op een zodanig laat tijdstip annuleren van die orders is een misleidend signaal te duchten. De door BRSG aangevoerde gronden zoals hiervoor al besproken over de mogelijke impact op de handel en op de TOP en de TOV (zie onderdelen 2.3.6 en 2.3.7 van dit besluit), de omvang van de handel (besproken in onderdeel 2.3.7), en dat door het handelen door BRSG geen schade is aangebracht (hiervoor besproken in onderdeel 2.3.10) kunnen er naar het oordeel van de AFM geen van alle toe leiden dat verminderde ernst aan de zijde van BRSG moet worden aangenomen. De AFM ziet dan ook geen aanleiding om de boete wegens de ernst van de overtreding te verhogen of te verlagen.

Verwijtbaarheid

De AFM ziet evenmin aanleiding om op basis van de verwijtbaarheid van de overtreding het basisbedrag naar beneden of naar boven bij te stellen. De argumenten die BRSG heeft aangevoerd zoals hiervoor al besproken, dat BRSG conform een intern bepaalde strategie zou hebben gehandeld (besproken in de onderdelen 2.3.2 en 2.3.3 van dit besluit), dat het zou gaan om een algemeen geaccepteerde handelspraktijk (besproken in onderdeel 2.3.5) en dat BRSG niet de intentie zou hebben gehad om de markt te manipuleren (besproken in onderdeel 2.3.8) en de Joint Guidance niet van toepassing zou zijn en de norm van artikel 5:58 Wft vaag (besproken in de onderdelen 2.3.9 en 2.3.10), maken naar het oordeel van de AFM niet dat sprake is van verminderde verwijtbaarheid aan de zijde van BRSG. De AFM ziet echter evenmin aanleiding om het boetebedrag te verhogen.

Overige omstandigheden

In de onderhavige zaak zijn er geen specifieke omstandigheden die een verdere matiging van de boete – op grond van evenredigheid – rechtvaardigen. Het argument aangevoerd door de heer [C] dat BRSG volledig heeft meegewerkt aan het onderzoek van de AFM, zodat alleen al om deze reden een eventuele boete op te leggen aan BRSG dient te worden gematigd gaat naar het oordeel van de AFM niet op. De AFM merkt op dat normconform gedrag de maat is, niet de uitzondering. Dat BRSG zich tijdens het onderzoek coöperatief heeft opgesteld, is positief, maar is geen omstandigheid die matiging van een boete rechtvaardigt. Van een professionele marktpartij mag in redelijkheid worden verwacht dat zij meewerkt aan een onderzoek van de toezichthouder. Compliant gedrag is dan ook geen grond voor eventuele matiging van de boete.

Ook het argument van BRSG dat zij aan haar verdediging reeds een bedrag van [REDACTED] heeft besteed vormt naar het oordeel van de AFM geen grond voor eventuele matiging van de boete. BRSG is zelf verantwoordelijk voor haar handelen. Dit geldt ook voor het maken van een keuze ten aanzien van de wijze waarop zij reageert op het voornemen tot boeteoplegging door de AFM. Dat BRSG daarbij twee opinies heeft laten opstellen, met daarmee samenhangende kosten, is haar eigen keuze en dient voor haar rekening te komen. Deze omstandigheid kan voor de AFM geen aanleiding vormen om de boete te matigen.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk [REDACTED]

Pagina 24 van 28

Draagkracht/omvang BRSG

Op grond van artikel 4, eerste lid, Bbfs dient de AFM rekening te houden met de draagkracht van BRSG. BRSG heeft [REDACTED] gesteld dat zij een boete van € 2.000.000,- niet kan dragen. BRSG heeft dit niet nader gespecificeerd, anders dan [REDACTED].

Uit de door BRSG tijdens de zienswijze aan de AFM overgelegde gegevens is gebleken dat BRSG per 31 mei 2011 beschikte over [REDACTED].³³ BRSG heeft aan de AFM bericht dat zij niet deelde in de winsten behaald bij de handel, maar slechts een vergoeding ontving van de manager van het [D] Fonds. Voor haar handel in de ING claims heeft BRSG een fee van in totaal € 40.000,- gekregen.³⁴ Gelet op [REDACTED] acht de AFM op grond van artikel 5:46, tweede lid, Algemene wet bestuursrecht (Awb) een boetehoogte van 10% van het hiervoor aangegeven basisbedrag (€ 2.000.000), vermeerderd met het door BRSG behaalde voordeel in de vorm van de door BRSG behaalde fee van in totaal € 40.000,- (naar beneden afgerond), passend, zodat de boete voor BRSG uitkomt op € 240.000,-. [REDACTED]

De boete voor overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft bedraagt op grond hiervan € 240.000,-.

BRSG moet het bedrag binnen zes weken overmaken op bankrekening [REDACTED] ([REDACTED] [REDACTED], [REDACTED]) ten name van AFM te Amsterdam, onder vermelding van factuurnummer [REDACTED]. BRSG ontvangt geen afzonderlijke factuur voor dit bedrag.

De boete moet worden betaald binnen zes weken na de datum van dit besluit.³⁵ Als BRSG bezwaar maakt tegen dit besluit wordt de verplichting om de boete te betalen geschorst totdat op het bezwaar is beslist. Die verplichting wordt ook geschorst als BRSG na de bezwaarprocedure in beroep gaat, totdat op het beroep is beslist.³⁶

Over de periode dat de verplichting om de boete te betalen is geschorst, moet BRSG wel wettelijke rente betalen.³⁷

³³ [REDACTED].

³⁴ Dit bedrag wordt vermeld in de opinie van de heer [C].

³⁵ Dit volgt uit artikel 4:87, lid 1 en de artikelen 3:40 en 3:41 van de Algemene wet bestuursrecht (Awb).

³⁶ Dit volgt uit artikel 1:85, lid 1, Wft.

³⁷ Dit volgt uit artikel 1:85, lid 2, Wft.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina 25 van 28

3.2 Besluit tot openbaarmaking van de boete

Omdat de AFM aan BRSG een boete oplegt voor de overtreding van artikel 5:58, eerste lid, onder a, Wft, moet de AFM het besluit tot boeteoplegging openbaar maken, nadat dit definitief is geworden (nadat het niet langer mogelijk is om bezwaar of beroep in te stellen).³⁸ Daarnaast moet de AFM het besluit ook al eerder openbaar maken, namelijk vijf werkdagen nadat dit aan BRSG is toegestuurd.³⁹

De wetgever heeft het openbaarmaken van bestuurlijke boetes verplicht om deelnemers op de financiële markten te waarschuwen. Dit in het belang van de ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en de zorgvuldige behandeling van cliënten⁴⁰. De AFM kan slechts afzien van openbaarmaking, als die 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. Van openbaarmaking na bekendmaking van het boetebesluit kan daarom niet worden afgezien. Van openbaarmaking na definitief worden van het boetebesluit kan vooralsnog evenmin worden afgezien. BRSG heeft in haar zienswijze gesteld dat het risico dat het [D] Fonds haar overeenkomst met BRSG opzegt maakt dat de AFM zou moeten afzien van publicatie van de boete. Bovendien zou de boete volgens BRSG de positie van het [D] Fonds mogelijk in het geding kunnen komen. BRSG onderbouwt deze stelling echter niet, zodat de AFM reeds alleen om deze reden aan deze stelling voorbij dient te gaan. Het individuele belang van BRSG kan er in het onderhavige geval dan ook niet toe leiden dat dient te worden afgezien van publicatie van de boete.

De AFM publiceert de volledige tekst van het boetebesluit (met uitzondering van vertrouwelijke informatie) op haar website, onder begeleiding van een persbericht met de kern van het boetebesluit. Ook wordt een bericht over de boete opgenomen in de periodieke AFM-nieuwsbrief. De AFM kan daarnaast het besluit publiceren door middel van een advertentie in één of meer landelijke dagbladen.

De bijlage bij dit besluit bevat de volledige tekst van het besluit dat op de website van de AFM openbaar zal worden gemaakt, geschoond van vertrouwelijke informatie. Mocht u 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 na bekendmaking van dit besluit.

De volgende basistekst wordt in het te publiceren persbericht en/of de advertentie opgenomen:

“De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft op 11 januari 2012 een bestuurlijke boete van € 240.000,- opgelegd aan BRSG Advisors SA (BRSG). BRSG is een arbitrageur en is statutair gevestigd in Genève, Zwitserland. Naar het oordeel van de AFM heeft BRSG in december 2009 in vijf veilingen waarin kon worden

³⁸ Dit volgt uit artikel 1:98 Wft.

³⁹ Dit volgt uit artikel 1:97, eerste lid Wft.

⁴⁰ Vergelijk PG 29708, nr. 19, p. 301-303, p. 420-421, nr. 20, p. 30 en nr. 39, p. 8-10.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina

26 van 28

gehandeld in claims die recht gaven op nieuw uit te geven aandelen ING Groep N.V. (ING) het verbod op marktmanipulatie uit artikel 5:58, eerste lid, onder a van de Wet op het financieel toezicht (Wft), overtreden.

In december 2009 deed ING een zogeheten claimemissie. Dit hield in dat bestaande aandeelhouders per aandeel één recht (claim) kregen om in een specifieke ruilverhouding nieuwe aandelen ING te verwerven. De inschrijvingperiode liep van 30 november tot 15 december 2009. In deze periode waren de claims verhandelbaar op NYSE Euronext en was arbitrage tussen het aandeel ING en de claims mogelijk.

In een onderzoek naar de handel in de claims en de aandelen ING gedurende deze periode heeft de AFM geconstateerd dat BRSG op tenminste vier dagen, tijdens een openings- of sluitingsveiling, gelijktijdig kooporders in claims en verkooporders in aandelen ING heeft uitgevoerd. BRSG deed dit in een dusdanige verhouding dat de gekochte claims na omruiling tot aandelen ING in aantal overeenkwamen met het aantal verkochte aandelen ING. BRSG arbitreerde in deze veilingen dus tussen het aandeel ING en de claims.

Daarnaast heeft BRSG voorafgaand aan het uitvoeren van deze arbitragetransacties omvangrijke bestens kooporders in de claims ingelegd die zij vervolgens binnen vijf seconden voor de openings- of sluitingsveiling annuleerde. Dit had tot gevolg dat de theoretische openingsprijs (de prijs die tot stand zou komen als de veiling op dat moment uitgevoerd zou worden) van de claim daalde en op dat moment gunstigere arbitragemogelijkheden tussen de claims en de aandelen tot stand kwamen. In de veilingen die volgden is met het uitvoeren van haar arbitragetransacties een positief resultaat behaald.

De bestens kooporders van BRSG die enkele seconden voorafgaand aan de veilingen werden geannuleerd gaven een misleidend beeld van de vraag naar de claims op dat moment. BRSG heeft naar de mening van de AFM niet voldoende aangetoond dat zij voor het inleggen en annuleren van deze orders gerechtvaardigde beweegredenen had, zoals bedoeld in artikel 5:58, eerste lid, onder a Wft. Ook heeft BRSG niet aangetoond dat haar gedrag in overeenstemming is met de gebruikelijke handelspraktijk op NYSE Euronext. Gelet op de omvang van de orders en de timing van de annulering daarvan was naar het oordeel van de AFM misleiding te duchten met betrekking tot de vraag naar of de koers van de claims. Het handelsgedrag van BRSG is daarom aan te merken als marktmanipulatie. Dergelijke overtredingen van het verbod op marktmanipulatie zijn schadelijk voor het vertrouwen dat marktpartijen stellen in de financiële markt.

Bij het bepalen van de hoogte van de boete heeft de AFM in haar overwegingen rekening gehouden met de ernst en duur van de overtreding, de verwijtbaarheid en de draagkracht en omvang van BRSG.

De AFM merkt op dat op 1 augustus 2009 de Wet wijziging boetestelsel financiële wetgeving en het Besluit bestuurlijke boetes financiële wetgeving (de nieuwe boetewetgeving) in werking is getreden. In de nieuwe boetewetgeving heeft de Nederlandse wetgever de boetebedragen op overtreding van onder meer artikel 5:58, eerste lid, onderdeel a, Wft aanmerkelijk verhoogd. Omdat de overtreding door BRSG heeft plaatsgevonden na 1 augustus 2009 is de nieuwe boetewetgeving van toepassing.

Het in het besluit vervatte oordeel van de AFM kan door belanghebbende(n) ter toetsing aan de rechter worden voorgelegd.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk [REDACTED]

Pagina 27 van 28

Het volledige besluit kunt u hiernaast in Pdf-formaat downloaden. Bij vragen of klachten kunt u contact opnemen met het Meldpunt Financiële Markten van de AFM: 0900-5400 540 (0,05 euro per minuut).

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Let op: De AFM kan, al naargelang de omstandigheden op het moment van publicatie, bovengenoemde publicatietekst wijzigen of aanvullen.

Publicatie vindt niet eerder plaats dan nadat vijf werkdagen zijn verstreken na de dag waarop het besluit tot boeteoplegging aan BRSG bekend is gemaakt. De publicatie wordt opgeschort als BRSG verzoekt om een voorlopige voorziening als bedoeld in artikel 8:81 Awb. Publicatie wordt dan in elk geval geschorst, totdat de voorzieningenrechter een uitspraak heeft gedaan.

Als BRSG om een voorlopige voorziening vraagt, verzoekt de AFM dit per e-mail ([REDACTED]) aan haar door te geven. Als BRSG hier niet toe overgaat zal de AFM de boete openbaar maken zoals hiervoor genoemd. Ook vraagt de AFM aan BRSG om het verzoek om voorlopige voorziening per fax toe te sturen (faxnummer [REDACTED]).

De AFM zal na het definitief worden van dit besluit, 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.”

Een eventuele geschoonde beslissing op bezwaar wordt toegevoegd. Nadat dit besluit definitief is geworden zal geen nadere aankondiging plaatsvinden alvorens tot deze tweede publicatie wordt overgegaan.

4. Hoe kunt u bezwaar maken?

Iedere belanghebbende kan tegen deze beschikking bezwaar maken door binnen zes weken na bekendmaking daarvan een bezwaarschrift in te dienen bij de AFM, t.a.v. Juridische Zaken, Postbus 11723, 1001 GS, Amsterdam. Een bezwaarschrift kan ook per fax (faxnummer 020-797 3835), per e-mail (e-mailadres bezwarenbox@afm.nl) of met het bezwaarformulier op de website van de AFM (www.afm.nl/bezwaar) worden ingediend. Aan deze elektronische verzending stelt de AFM nadere eisen die op haar website worden toegelicht.

Datum 11 januari 2012

Ons kenmerk

Pagina

28 van 28

Een van die eisen is dat een bezwaarschrift niet aan andere AFM faxnummers of AFM e-mailadressen dan de hier genoemde kan worden gestuurd. De AFM neemt het bezwaarschrift alleen inhoudelijk in behandeling als aan deze eisen is voldaan.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

[was getekend]
Assistent boetefunctionaris

[was getekend]
Plaatsvervangend boetefunctionaris