

Openbare versie

Lexon Capital S.L.

FG Lawyers / mw. A.M.F. Hakvoort



Datum	13 augustus 2015
Ons kenmerk	
Pagina	1 van 38
Telefoon	
E-mail	
Betreft	Beslissing op bezwaar Lexon Capital S.L.

Geachte

Bij besluit van 23 februari 2015 heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aan Lexon Capital S.L. (Lexon) een bestuurlijke boete opgelegd (**het Boetebesluit**). De boete is opgelegd wegens overtreding van artikel 5:58, eerste lid, aanhef en onder a en b, van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**) (**Verbod op Marktmanipulatie**). Tegen het Boetebesluit, waaronder de publicatie van de boete is begrepen, heeft Lexon bezwaar gemaakt.

De AFM heeft besloten het Boetebesluit te herroepen enkel voor zover het de hoogte van de boete betreft en laat het Boetebesluit voor het overige in stand. De boete is door de AFM gematigd tot € 10.000,-. 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 en in paragraaf VI wordt de publicatie beschreven. Het verzoek van Lexon tot vergoeding van door haar gemaakte kosten wordt in paragraaf VII behandeld en tot slot bevat paragraaf VIII de rechtsgangverwijzing. Het verslag van de hoorzitting is opgenomen in bijlage 1 en maakt integraal onderdeel uit van deze beslissing op bezwaar.

I. Procedure

1. De AFM heeft op 23 februari 2015 het Boetebesluit genomen, waarmee aan Lexon een bestuurlijke boete is opgelegd van € 100.000, wegens overtreding van het Verbod op Marktmanipulatie. Met het Boetebesluit is tevens besloten tot publicatie daarvan op grond van artikel 1:97, eerste lid, Wft (**de Vroegtijdige Publicatie**).
2. Bij brief van 27 februari 2015 heeft Lexon, [REDACTED], pro forma bezwaar gemaakt tegen het Boetebesluit. Per brief van dezelfde datum heeft Lexon een verzoek ingediend bij de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam (**de Voorzieningenrechter**) tot schorsing van de publicatie van het Boetebesluit (**het Vovo-verzoek**).
3. [REDACTED]
[REDACTED] Mw. A.M.F. Hakvoort, advocaat bij FG Lawyers, heeft zich per e-mail van 24 maart 2015 als gemachtigde van Lexon gesteld.
4. Lexon heeft per brief van 7 april 2015 aanvullende gronden voor het Vovo-verzoek ingediend (**de Aanvullende gronden Vovo**). Op 10 april 2015 heeft bij de Voorzieningenrechter de zitting plaatsgevonden, waarbij mw. Hakvoort pleitnotities heeft gehanteerd (**het Vovo-pleidooi**).
5. Op 30 april 2015 heeft de Voorzieningenrechter uitspraak¹ gedaan, waarbij hij het verzoek van Lexon heeft toegewezen en de Vroegtijdige Publicatie heeft geschorst tot 6 weken na de datum van bekendmaking van de onderhavige beslissing op bezwaar (**de Vovo-uitspraak**).
6. Bij brief van 18 mei 2015 heeft Lexon aanvullende van gronden van bezwaar ingediend (**de Aanvullende gronden Bezwaar**). Daarbij heeft Lexon het Vovo-verzoek, de Aanvullende gronden Vovo en het Vovo-pleidooi als gronden van bezwaar ingediend. Deze stukken worden tezamen met de Aanvullende gronden Bezwaar verder aangeduid als **het Bezwaarschrift**.
7. Op 16 juni 2015 heeft ten kantore van de AFM de hoorzitting in bezwaar plaatsgevonden. [REDACTED]
[REDACTED] Lexon is daarbij in de gelegenheid gesteld om die stelling binnen 2 weken te onderbouwen, onder opschorting van de beslistermijn op het bezwaar.
8. Per e-mail van 30 juni 2015 heeft Lexon de in voorgaand randnummer genoemde onderbouwing bij de AFM ingediend.

¹ Rb. Rotterdam: 30 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:3486.

9. Bij brief van 8 juli 2015 aan Lexon heeft de AFM de beslissing op bezwaar verdaagd met 6 weken op grond van artikel 7:10, derde lid, van de Algemene wet bestuursrecht (**Awb**). [REDACTED]

II. Feiten en omstandigheden

10. Deze beslissing op bezwaar is gebaseerd op de feiten, zoals die zijn opgenomen in het Boetebesluit en in het onderzoeksrapport (dat met het boetevoornemen aan Lexon is verzonden). Die feiten moeten hier, voor zover zij niet reeds zijn herhaald, als herhaald en ingelast worden beschouwd.
11. Lexon is een Spaanse vennootschap die handelt voor eigen rekening in financiële instrumenten op Europese aandelenmarkten, waaronder Euronext Amsterdam. Lexon heeft 5 werknemers in dienst en bij haar zijn 5 freelancers werkzaam. De activiteiten van Lexon, zoals die in het Boetebesluit zijn beoordeeld, zijn niet vergunningplichtig.
12. Lexon staat in het Spaanse handelsregister ingeschreven onder nummer CIF B-02421063. Enig bestuurder van Lexon is [REDACTED].
13. [REDACTED]
14. Het onderzoek van de AFM is breder getrokken aangezien de AFM constateerde dat Lexon vermoedelijk in meer op Euronext Amsterdam genoteerde aandelen haar mogelijk manipulatieve handelsstrategie bleek toe te passen. Lexon heeft in de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013 gehandeld in aandelen van enkele tientallen aan Euronext Amsterdam genoteerde fondsen, waaronder in Aperam N.V. (**Aperam**), BE Semiconductor Industries N.V. (**BESI**), Koninklijke Heijmans N.V. (**Heijmans**), en **NSI**. De broker van Lexon is hierbij steeds [REDACTED] geweest. Naast op het onderzoeksrapport en het Boetebesluit, is deze beslissing op bezwaar gebaseerd op de orders die Lexon hierbij heeft ingelegd en de omstandigheden waaronder zij dat heeft gedaan.

² Gelet op haar geheimhoudingsplicht, is deze partij hier geanonimiseerd weergegeven.

³ Tot 14 oktober 2011 was de onderneming genaamd: Nieuwe Steen Investment N.V.

III. Bezwaargronden

15. Samengevat en zakelijk weergegeven bevat het bezwaarschrift van Lexon de volgende gronden:

- A. Het Verbod op Marktmanipulatie is niet – structureel – overtreden.
- B. Het onderzoek van de AFM is bevooroordeeld en onnauwkeurig uitgevoerd.
- C. De boete dient te worden gematigd op basis van de beperkte draagkracht.
- D. De boete dient te worden gematigd op basis van de verminderde ernst en verwijtbaarheid.
- E. Indien de AFM beslist tot publicatie dan dient dit anoniem plaats te vinden.

IV. Beoordeling van de bezwaargronden A t/m E

A. Overtreding Verbod op Marktmanipulatie

Argumenten Lexon

16. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 17 tot en met 35 betreft (een korte weergave van) het standpunt van Lexon en niet dat van de AFM.

Algemeen

17. Lexon heeft het Verbod op Marktmanipulatie niet overtreden, maar heeft een legitieme en transparante handelsstrategie gehanteerd, hetgeen de AFM ook erkent. Van een misleidend signaal was geen sprake, noch was misleiding te duchten. Voorts heeft Lexon geen transacties of orders verricht teneinde de koers op een kunstmatig niveau te brengen of te houden. Daarnaast heeft de AFM niet bewezen of gemotiveerd dat Lexon het subjectieve oogmerk⁴ had een misleidend signaal af te geven, of om de koers op een kunstmatig niveau te brengen of te houden. De AFM heeft ook geen causaal verband aangetoond tussen het handelen van Lexon en het kunstmatige koersniveau.
18. De AFM interpreteert het handelsgedrag van Lexon verkeerd, althans zij begrijpt het niet. Volgens de AFM zou een belegger:
- zijn posities niet in kort tijdbestek mogen openen en sluiten;
 - zijn analyse niet mogen aanpassen na het openen van een positie;
 - zijn positie niet mogen uitbouwen na het openen ervan;
 - geen tegengestelde posities mogen innemen;
 - niet mogen concurreren met beleggers die mogelijk eenzelfde handelsstrategie uitvoeren; of,
 - zich niet mogen baseren op de trends van referentiekosten bij het nemen van zijn investeringsbeslissingen.

⁴ Lexon verwijst daarbij naar Rb. Rotterdam 23 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:2845 en Rb. Rotterdam 30 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:3486.

19. Deze stellingen zijn niet verdedigbaar. Voorts is ook de stelling van de AFM niet verdedigbaar dat van elke order die koersontwikkeling tot gevolg kan hebben, een misleidend signaal te duchten is.
20. De door de AFM gehanteerde grafieken in het onderzoeksrapport zijn voorts geen bewijs voor marktmanipulatie, zij laten enkel de normale marktwerking zien als gevolg van 'bid ask spread'-handelaren zoals Lexon.

Legitieme handelsstrategie

21. In randnummers 23 t/m 38 van de Aanvullende gronden Vovo ligt Lexon haar legitieme handelsstrategie in algemene termen uitvoerig toe. Samengevat stelt Lexon een "*bid-ask spread trading handelsstrategie*" te volgen. Lexon stelt daarbij koop- of verkoopposities in te nemen, in onder- of overgewaardeerde aandelen. Lexon anticipeert daarbij op een verandering van de 'spread'.⁵ Daartoe analyseert Lexon de betreffende aandelen aan de hand van referentiekosten (de AEX en de AMX) en endogene factoren, zoals openbaar nieuws. Lexon verwijst hierbij naar sheet 35, 40 en 43 van de door haar tijdens de hoorzitting in bezwaar overgelegde presentatie. Daaruit volgt dat Lexon haar beslissingen baseert op de referentiekosten. Dat is eenzelfde strategie als die van marketmakers en als die van de algoritme-handelaar, Partij X, die door Lexon op 31 mei 2013 in het aandeel NSI volgens de AFM zou zijn misleid.⁶ De AFM is van oordeel dat partij X eenzelfde strategie hanteert.⁷

22. De legitieme handelsstrategie van Lexon, die in geen enkel leidend stuk als voorbeeld van marktmanipulatie wordt benoemd, kent:

"(...) de volgende uitgangspunten:

- *De orders vertegenwoordigen gemiddeld een maximale waarde tussen € 12.000 en € 15.000;*
- *De openingsorder is altijd slechts 60-70% van het gewenste volume;*
- *De resterende 30-40% wordt doorgaans opgebouwd in orders van 1-3% van het gewenste totale volume; (...)"⁸*

23. Lexon geeft in dit kader aan:

"Het openen van haar positie op 60-70% van het totaal gewenste volume en het langzaam opbouwen tot 100% van het gewenste volume met tussenliggende orders van maximaal 10% van de openingspositie was een legitieme uitvoering van haar bid-ask spread handelsstrategie. Het daarna sluiten van de positie is inherent aan en volkomen geaccepteerd handelsgedrag voor een

⁵ Deze term wordt hieronder in randnummer 37 toegelicht.

⁶ Zie pagina 6 van het onderzoeksrapport.

⁷ Randnummer 43, Aanvullende gronden Vovo.

⁸ Randnummer 29, Aanvullende gronden Vovo.

intraday handelaar. Alle orders en transacties van Lexon waren transparant lagen voldoende lang in het orderboek om te kunnen worden beoordeeld door een rationeel handelend belegger."⁹

24. De in voorgaand citaat genoemde 'tussenliggende orders' (verder: **Vervolgorders**) worden op een lager of hoger niveau ingelegd, in de zin dat zij afwijken van de op het moment van inleg geldende beste bied- en laatprijs. Dat niveau wordt gekozen, omdat de handelaar (werkzaam bij Lexon) verwacht dat de spread naar dat niveau zal bewegen.¹⁰ Als de analyse van de handelaar juist blijkt en de koers van het aandeel een gelijke beweging maakt als de referentiekoers, zal de handelaar zijn positie in beginsel met winst sluiten:

*"In geval van een geopende kooppositie, zullen de tussenliggende kleinere orders dan almaar tegen hogere biedprijzen (moeten) worden ingelegd om de beste biedprijs positie in te nemen in het orderboek en om de kans op uitvoering van de transactie te vergroten."*¹¹

25. De Vervolgorders zijn een inherent onderdeel van de bid-ask spread handelsstrategie. Andere partijen doen dat ook en de grootte van die orders is geen teken van misbruik. De relatief kleine Vervolgorders hebben slechts een beperkte marktimpact, zoals blijkt uit de door Euronext geboden mogelijkheid om zogeheten 'iceberg'-orders in te leggen. Lexon legt juist kleine orders in "om te voorkomen dat de koersstijging of koersdaling in een versnelling zou geraken."¹²
26. Lexon had wel degelijk de intentie om haar orders te laten uitvoeren. 65% van haar orders in de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013 werd immers uitgevoerd en 77% daarvan zijn agressieve orders geweest die direct zijn uitgevoerd.
27. Dat Lexon de Vervolgorders intrekt of aanpast, zou het gevolg kunnen zijn van een niet juist ingeschatte verandering van de spread door de betreffende handelaar. Ook kan het zijn dat die handelaar pauze neemt of zich wil concentreren op een ander aandeel waarin hij op dat moment aan het handelen is.
28. Lexon trekt haar orders niet in, maar past ze slechts aan. Het aanpassen van orders is transparant en is daarom totaal anders dan het intrekken van orders om vervolgens nieuwe orders in te leggen.

Volatiliteit

29. Onder verwijzing naar een rapport van [A] van 14 oktober 2014 (**het [A]-rapport**) stelt Lexon dat haar handelen geen verhoogde volatiliteit heeft veroorzaakt. Het is niet uitgesloten dat een verhoogde volatiliteit door een andere marktpartij dan Lexon is veroorzaakt. Lexon heeft geen invloed op de

⁹ Randnummer 62, Aanvullende gronden Vovo.

¹⁰ Randnummers 24 en 25, Aanvullende gronden Vovo.

¹¹ Randnummer 32, Aanvullende gronden Vovo.

¹² Randnummer 4, Vovo-verzoek.

volatiliteit van de koers. Bovendien zou een dergelijk invloed legitiem zijn, evenals het verkrappen van de spread legitiem zou zijn. Het [A]-rapport laat zien dat Lexon geen invloed heeft op de intraday volatiliteit. Ten onrechte is die volatiliteit volgens de AFM niet van belang. De gemiddelde intraday volatiliteit is van belang omdat die door de markt als belangrijke indicator wordt gezien om te kunnen bepalen hoe beweeglijk de koers van een aandeel is.

30. De opmerking van de AFM dat de koersschommeling die door Lexon is bewerkstelligd gering van omvang is, valt niet te verenigen met de opmerking dat Lexon voor een ongewoon hoge volatiliteit zorgt. Bovendien is er daarom geen sprake van een dusdanig hoge koersdruk dat er sprake kan zijn van een kunstmatig niveau. Lexon begrijpt voorts niet hoe de gestelde volatiliteit en het toenemen van de spread, wat kenmerken zijn van een efficiënte markt, aanwijzingen kunnen zijn voor marktmanipulatie. Het uitvoeren van de bid-ask spread handelsstrategie heeft altijd wel invloed op de volatiliteit.

Voorspellen algoritme-handelaar

31. Het is voor Lexon onmogelijk om het handelsgedrag van een algoritme-handelaar te voorspellen. Die handelaar kan in milliseconden reageren. De algoritme-handelaar zal dus altijd sneller zijn dan Lexon. Lexon kan daarom niet concurreren met een algoritme-handelaar en de AFM lijkt het daarmee eens te zijn.¹³ Het is voor Lexon dus ook onmogelijk om haar eigen handelsstrategie aan te passen op die van een algoritme-handelaar. Dit geldt temeer nu bij het bepalen van de eigen handelsstrategie ook de rest van het omvangrijke en ingewikkelde orderboek moet worden betrokken. Bovendien heeft [B] (werkzaam bij de AFM) zelf ter zitting bij de Voorzieningenrechter verklaard dat algoritmes zeer ingewikkeld en moeilijk voorspelbaar zijn.
32. Lexon baseert haar beleggingsbeslissingen op micro- en macro-economische ontwikkelingen en openbare informatie. Lexon heeft geen informatie over identiteit, intentie of beweegredenen van andere marktpartijen en baseert zich dus niet op de gestelde voorspelbaarheid van één of meer specifieke marktpartijen. Het handelsgedrag van Partij X is niet gebaseerd op het handelsgedrag van Lexon, maar op dat van andere partijen. Dit blijkt uit het [A]-rapport. Lexon heeft niet het door de AFM gestelde vooropgezette plan, anders zouden 47,9% van haar transacties niet verlieslatend zijn.
33. Lexon heeft Partij X niet misleid. De AFM heeft in het Boetebesluit aangegeven dat een rationeel handelende menselijke belegger niet zo structureel verlieslatend zou zijn als Partij X. Als een rationeel handelende belegger niet wordt misleid door het handelsgedrag van Lexon, kan Lexon ook niet de markt hebben gemanipuleerd. Daarbij komt dat de AFM niet heeft aangetoond of Partij X daadwerkelijk verlies heeft geleden. Partij X kan haar positie immers hebben afgedekt. Voorts is niet onderzocht welke beweegredenen Partij X heeft gehad, terwijl de AFM aan die redenen wel de

¹³ Waarbij Lexon verwijst naar Rb. Rotterdam 23 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:2845, r.o. 3.4.

conclusie verbindt dat handelsgedrag van Lexon ter uitvoering van haar legitieme handelsstrategie niet legitiem was.

34.

Handelen met haarzelf

35. Lexon heeft nooit bewust met zichzelf gehandeld. Als Lexon met zichzelf heeft gehandeld, is dat een fout geweest. Lexon heeft met een filmpje ter hoorzitting in bezwaar aangetoond dat het orderboek zo snel verandert dat het met het menselijk oog niet is waar te nemen. Het is praktisch onmogelijk om de eigen orders van Lexon erop na te slaan als de betreffende handelaar van Lexon zijn orders inlegt. Dit leidt tot menselijke fouten. Dat die fouten zelfs door de beste worden gemaakt, blijkt uit het “*self trade prevention mechanism*” van Euronext.¹⁴ Dat is bedoeld om te voorkomen dat “*liquidity providers*” niet met zichzelf handelen.¹⁵ Transacties met haarzelf zijn voorts niet in het belang van Lexon. Ze leveren geen voordeel op, alleen maar hogere transactiekosten. In de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013 hebben slechts 0,15% van de door Lexon nieuw ingeleigde en aangepaste orders geleid tot een transactie met haarzelf.

Reactie AFM

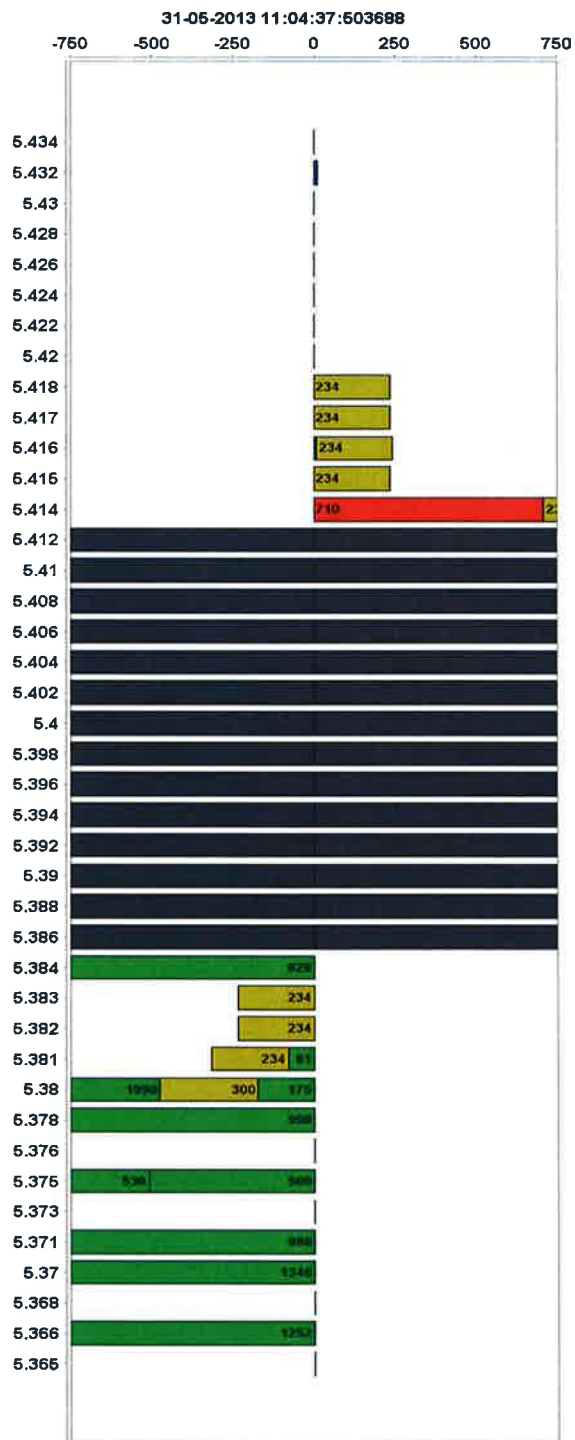
Algemeen

36. Ook na heroverweging is de AFM van oordeel dat Lexon het Verbod op Markmanipulatie heeft overtreden. Hieronder licht de AFM toe hoe zij tot dat oordeel komt, waarbij zij zal ingaan op de argumenten van Lexon die zich daartegen richten.
37. De AFM heeft onderzoek gedaan naar het handelsgedrag van Lexon in de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013. Daarbij zijn onder meer de orderinleg en de transacties van Lexon geanalyseerd. Het viel de AFM op dat steeds als Lexon actief is, de spread verkraapt en de volatiliteit toeneemt. Met de spread wordt het verschil aangegeven tussen de beste verkoopprijs en beste koopprijs. De AFM maakt dit duidelijk aan de hand van een visualisatie van het orderboek van het aandelenfonds NSI op 31 mei 2013 die in de figuren A en B hieronder is opgenomen. In de figuren zijn orders als horizontale balken weergegeven, waarbij de prijs van elke order is af te lezen op de verticale as en het volume van elke order is opgenomen in de orderbalk zelf. Links zijn de kooporders te zien en rechts de verkooporders. De spread is weergegeven met zwarte balken.

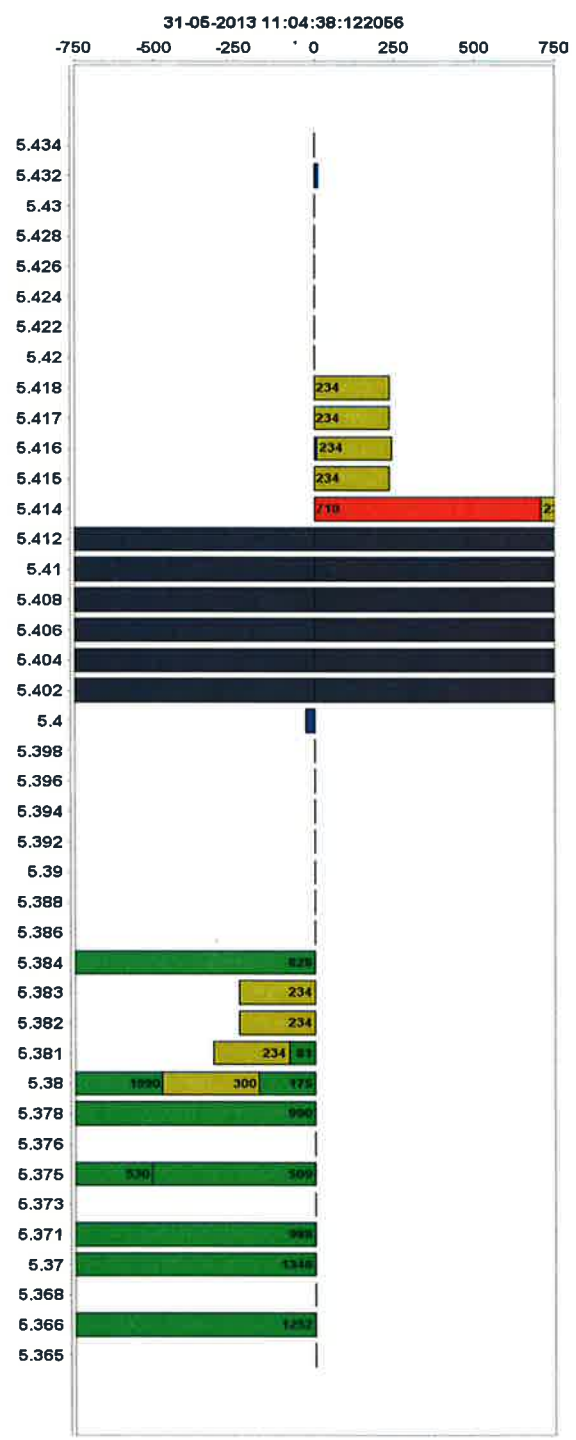
¹⁴ Zie randnummer 27 Vovo-pleidooi.

¹⁵ Zie randnummer 27 Vovo-pleidooi.

A.



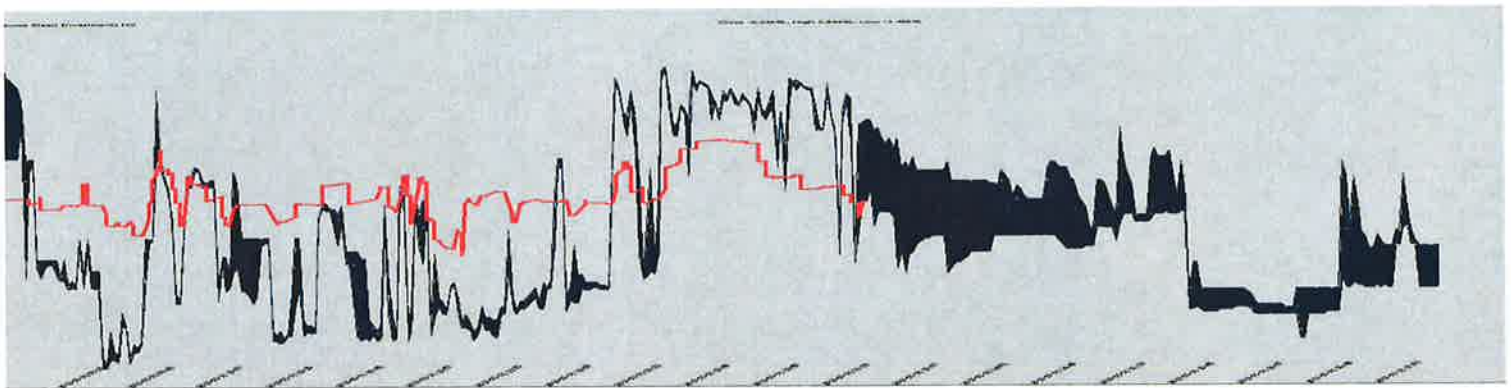
B.



38. De beste verkoopprijs in figuur A is € 5,414 en de beste koopprijs is € 5,384. Er zit derhalve een ‘gat’ tussen die prijzen, waardoor er geen transactie tot stand komt en dat gat wordt de spread genoemd. Het verkrappen van de spread betekent dat die kleiner wordt gemaakt. In figuur B is te zien welk effect een orderinleg van Lexon heeft op het koopprijsniveau van € 5,400. De spread wordt daarmee met 53% verkrappt van € 0,030 tot € 0,014.

Volatiliteit

39. Met het toenemen van de volatiliteit bedoelt de AFM dat het koersverloop steeds grilliger verloopt, door over een kortere periode meer uitslagen te vertonen. Met andere woorden: de koers gaat steeds vaker op en neer als Lexon actief is. Dit is visueel gemaakt in het onderzoeksrapport. Zo geeft figuur 1b op pagina 5 van het onderzoeksrapport bijvoorbeeld helder weer dat de spread verruimt en het koersverloop minder uitslagen vertoont als Lexon niet langer actief is (bij het wegvallen van de rode lijn):



40. Met het enkele verkrappen van de spread en het toenemen van de volatiliteit staat niet vast dat de markt is gemanipuleerd. Wel geven die omstandigheden aanleiding nader onderzoek te doen, omdat zij sterke aanwijzingen geven dat Lexon de markt (en daarmee het koersverloop) *manipuleert*, in plaats van dat Lexon het koersverloop op legitieme wijze *volgt*. Het plotseling verkrappen van de spread en de plotselinge toename van de wisselingen in de koers gelijktijdig met de momenten waarop Lexon actief is, suggereert immers een verband daartussen. Aan die suggestie wordt geen afbreuk gedaan door de stelling dat een krappe spread en een hoge volatiliteit kenmerken zijn van een efficiënte markt. Opvallend is dan immers nog steeds dat Lexon kennelijk in haar eentje in staat zou zijn die efficiënte markt te creëren. Verder is de stelling van Lexon niet relevant dat zij geen invloed zou hebben op de intraday volatiliteit van het betreffende fonds, waarin zij handelt. Het opvallende is immers gelegen in de momenten waarop Lexon actief is en niet welke invloed zij heeft op het daggemiddelde. Het [A]-rapport kan daarom ten aanzien van die stelling onbesproken blijven.

41. Gelet op de in voorgaand randnummer beschreven suggestie, heeft de AFM het handelsgedrag van Lexon in 4 aandelenfondsen in [REDACTED] gevallen geanalyseerd (waarover hieronder meer).¹⁶ Daarbij komt de AFM, ook na heroverweging tot de conclusie, dat het handelsgedrag van Lexon in die gevallen gelijk is aan ‘pump and dump’ en ‘trash and cash’, waarbij zij ook regelmatig ‘wash trades’ uitvoert. Deze termen zal de AFM hieronder samen met het juridisch kader toelichten,

Juridisch kader

42. Het Verbod op Marktmanipulatie is als volgt neergelegd in artikel 5:58, eerste lid, aanhef en onder a en b, Wft:

“Artikel 5:58

1. 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 (...) ;*
- b. een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden, tenzij (...);” (onderstreping toegevoegd, AFM)*

43. Het gaat derhalve in de kern om een onjuist of misleidend signaal met betrekking tot het aanbod, de vraag of de koers, of om het houden (of brengen)¹⁷ van de koers op een kunstmatig niveau. CESR (thans ESMA) heeft richting gegeven aan hoe de verschillende vormen van marktmanipulatie eruit kunnen zien.¹⁸ Als mogelijke vormen van marktmanipulatie noemt zij daarbij het eerdergenoemde ‘pump and dump’ en ‘trash and cash’, en ook ‘wash trades’:

“4.11 False/Misleading transactions

- a. Wash trades. This is the practice of entering into arrangements for the sale or purchase of a financial instrument where there is no change in beneficial interest or market risk or where the transfer of beneficial interest or market risk is only between parties who are acting in concert or collusion. (Repo transactions and stock lending/borrowing or other transactions involving transfer of securities as collateral do not constitute wash trades.)*
(...)

¹⁶ Zie ook randnummer 11 hieronder.

¹⁷ Zie CBb 22 februari 2012, ECLI:NL:CBB:2012:BV6713, r.o. 4.3.

¹⁸ CESR, Market Abuse Directive – Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref.: CESR/04-505b.

4.13 Transactions involving fictitious devices/deception

(...)

- c. Pump and dump. This practice involves taking a long position in a security and then undertaking further buying activity and/or dissemination misleading positive information about the security with a view to increasing the price of the security. Other market participants are misled by the resulting effect on price and are attracted into purchasing the security. The manipulator then sells out at the inflated price.
- d. Trash and cash. This is the opposite of pump and dump. A party will take a short position in a security; undertake further selling activity and/or spread misleading negative information about the security with the purpose of driving down its price. The manipulator then closes their position after the price has fallen." (dubbele onderstreping toegevoegd, AFM)

44. Hieruit volgt dat wanneer een aandelenpositie wordt aangekocht door een belegger en die belegger vervolgens die positie uitbreidt met het doel de koers van het aandeel te verhogen, om vervolgens de aandelenpositie te sluiten tegen die hogere koers, die belegger de koers heeft gemanipuleerd: 'pump and dump'. Bij een omgekeerd handelen, is er ook sprake van marktmanipulatie. Als een aandelenpositie wordt verkocht door een belegger en die belegger vervolgens nog meer aandelen verkoopt met het doel de koers van het aandeel te verlagen, om vervolgens tegen die lagere koers de aandelen weer terug te kopen, is er ook sprake van marktmanipulatie: 'trash and cash'. Daarbij geldt dat andere marktpartijen worden misleid door het gedrag van de betreffende belegger. Verder geldt dat als de belegger een transactie met zichzelf verricht, zonder dat daarbij sprake is van een verandering van eigendom en er (dus) geen sprake is van een marktrisico, hij eveneens de markt misleidt en die daarom ook manipuleert: 'wash trades'.
45. De wetgever heeft bij het Verbod op Marktmanipulatie toegelicht dat er sprake is van een kunstmatig niveau, als de koers geen reële afspiegeling vormt van de daadwerkelijke economische en financiële omstandigheden van de desbetreffende uitgevende instelling, bijvoorbeeld doordat de koers niet tot stand is gekomen door een integer proces van vraag en aanbod.¹⁹ De rechter stelt zich op hetzelfde standpunt.²⁰

¹⁹ Zie *Kamerstukken II* 2004-05, 29 827, nr. 3. p. 9-10.

²⁰ Zie Rb. Rotterdam 23 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:2845, r.o. 3.3 en Rb. Rotterdam 19 december ECLI:2013:NL:RBROT:2013:10239, r.o. 6.

Misleidend signaal en kunstmatige koers: pump and dump, trash and cash, wash trades

46. De AFM is ook na heroverweging van oordeel dat Lexon in de volgende gevallen het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden:

- I. Aperam N.V. (**Aperam**) op 30 april [REDACTED];
- II. NSI N.V. (**NSI**) op [REDACTED] 31 mei 2013;
- III. BE Semiconductor Industries N.V. (**BESI**) op 25 juli 2013; en,
- IV. Koninklijke Heijmans N.V. (**Heijmans**) op [REDACTED] 27 augustus 2013.

In het onderzoeksrapport is dit toegelicht met verschillende figuren en meer in detail voor het handelsgedrag van Lexon op 31 mei 2013 in NSI.²¹ Uit de figuren blijkt het verkrappen van de spread en het toenemen van de volatiliteit op de momenten dat Lexon actief is in de handel. Ook blijkt eruit dat Lexon steeds relatief grote aankopen doet, vervolgens met kleine aankopen de koers opdrijft om op het hogere niveau relatief grote verkooptransacties te doen (pump and dump). Daarna verricht Lexon weer relatief kleine verkooptransacties, maar nu om de koers naar beneden te drukken. Vervolgens verricht zij weer relatief grote kooptransacties (trash and cash).

47. In stappen 1 tot en met 21 op pagina 12 en verder van het onderzoeksrapport is de pump and dump van Lexon in het aandeel NSI op 31 mei 2013 tot in detail beschrijven. Voorts is in stap 1 tot en met 7 op pagina 14 en verder van het onderzoeksrapport beschreven hoe Lexon transacties met zichzelf verricht op dezelfde datum, in hetzelfde aandeel: wash trades. De AFM heeft de transacties en orderinleg van Lexon in de genoemde gevallen (hierboven I tot en met IV) in bezwaar opnieuw bekeken en heeft de verschillende standen van het orderboek van de volgende gevallen opnieuw in kaart gebracht:

- i. Aperam op 30 april 2013
- ii. NSI op 31 mei 2013
- iii. BESI op 25 juli 2013
- iv. Heijmans op 27 augustus 2013

48. Van die orderboeken en de gebeurtenissen daarin zijn visualisaties gemaakt, op een wijze gelijk aan de figuren A en B hierboven. Die visualisaties zijn opgenomen in Bijlage 2. Ook de in het onderzoeksrapport op pagina 15 besproken wash trades zijn door de AFM opnieuw geanalyseerd. De visualisatie daarvan is opgenomen in Bijlage 3.

²¹ Zie figuren 7 tot en met 9 en 11 tot en met 14 van het onderzoeksrapport.

49. Ook na heroverweging is de AFM van oordeel dat uit de analyse en de visualisatie volgt dat Lexon het Verbod op Marktmanipulatie structureel overtreedt. De AFM neemt hier het geheel van het feitelijk handelen in ogenschouw.²² Het gaat derhalve niet om individuele transacties of om individuele orders, maar om het geheel van handelen. Kenmerkend voor het handelsgedrag van Lexon is dat zij na het innemen van een relatief grote positie, steeds relatief kleine kooporders inlegt. Of na het verkopen van een relatief grote positie, steeds relatief kleine verkooporders inlegt. Die relatief kleine orders, Vervolgorders hebben naar het oordeel van de AFM niet tot doel de bestaande positie uit te breiden of te verkleinen, maar enkel om de koers op te drijven of naar beneden te drukken. De AFM leidt dit af uit de omstandigheden waaronder de orders vaak niet tot uitvoering komen, of juist wel direct bij de inleg ervan tot uitvoering komen (zogenoeten agressieve orders). De AFM licht dit toe, waarbij de AFM opmerkt dat het opdrijven van de koers of het drukken van de koers ook op andere wijze dan door het verrichten van transacties kan worden bereikt. Dit kan namelijk ook worden bereikt door middel van het inleggen van orders, zonder dat die tot een transactie komen. Dit wordt hieronder toegelicht aan de hand van het handelsgedrag van Lexon in het aandeel NSI op 31 mei 2013.

Pump and dump

50. Lexon koopt bijvoorbeeld in Situatie 1 1.196 aandelen NSI tegen € 5,391.²³ In Situatie 6 legt zij vervolgens een kooporder in op het hogere niveau van € 5,400 voor 25 aandelen. Daarmee is Lexon de beste koper (de koper die bereid is de hoogste prijs te betalen) en de order verkraapt de spread met 60%. In het rechter plaatje van Situatie 6 is zichtbaar dat de markt reageert op de kooporder van Lexon door dichterbij die order te gaan liggen. De kooporders op het linker plaatje met volumes 234 en 81 zijn verhoogd van € 5,383 naar € 5,399 (de hoogste van de twee): de markt wordt door Lexon 'mee omhoog getrokken'. Hierop legt Lexon in Situatie 11 een nieuwe kooporder in op een nog hoger niveau van € 5,411 voor 11 aandelen. Ondertussen zijn de verkooporders in de markt ook verhoogd van € 5,414 in Situatie 6 naar € 5,422 in Situatie 11. Dit illustreert helder dat de kooporder van Lexon op € 5,400 tegen 25 aandelen, niet is bedoeld om dat aantal aandelen tegen die prijs te kopen. Die order is enkel bedoeld om de onderkant van de spread te verhogen. Enerzijds wordt daardoor de spread verkraapt en anderzijds geeft dit reden voor de markt om haar verkooporders op een hoger niveau te plaatsen. Daardoor komt de spread in zijn geheel op een hoger niveau te liggen, waardoor een volgende transactie logischerwijs op dat hogere niveau zal moeten worden gesloten: de markt wordt door Lexon omhoog getrokken.
51. Naast het inleggen van spreadverkrappende Vervolgorders, legt Lexon ook orders in op een niveau boven de spread. De betekenis is dat de prijs die Lexon biedt op de aandelen zo hoog is, dat deze direct tot uitvoering leidt tegen een verkooporder (een zogeheten agressieve order). In Situatie 14 legt Lexon bijvoorbeeld een order in op € 5,434 voor 10 aandelen. Als Lexon echt haar positie in NSI had

²² Zie Rb. Rotterdam 19 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10239, r.o. 5.1.

²³ Zie bijlage 2B.

willen uitbreiden met 10 aandelen, had zij die aandelen op € 5,432 kunnen kopen (de laagste vraagprijs in het orderboek). In Situatie 4 deed Lexon hetzelfde: zij had de 10 aandelen tegen € 5,406 kunnen kopen in plaats van tegen € 5,408. Door echter steeds op een hoger niveau te kopen, trekt zij de koers omhoog. Dat het Lexon met de Vervolgorders enkel te doen is om het opdrijven van de koers wordt hiermee duidelijk. Lexon verzilvert haar koerswinst vervolgens in Situatie 28 waar Lexon 1.307 aandelen verkoopt tegen € 5,423. Dat is koersverhoging van 0,59% en € 0,032, binnen een tijdsbestek van minder dan 31,5 seconden. Lexon laat hier een duidelijke geval van ‘pump and dump’ zien.

52. De Vervolgorders geven een misleidend signaal met betrekking tot de vraag en het prijsniveau van die vraag in het aandeel NSI. De orders worden immers steeds verplaatst, of verbeterd met een nieuwe order, zonder tot uitvoering te komen. Samen met de agressieve Vervolgorders drijft Lexon voorts de koers op. Nu die hogere koers het enkele doel is van Lexon, is die koers (als gevolg van de Vervolgorders) niet te beschouwen als het resultaat van een integer proces van vraag en aanbod, waarmee die hogere koers kunstmatig is. Lexon brengt de koers derhalve met een inleg van misleidende orders op een kunstmatig niveau, waarmee zij het Verbod op Koersmanipulatie overtreedt.
53. Dat de Vervolgorders slechts een beperkte marktimpact hebben, doet niet af aan het voorgaande. Uit het geheel van feitelijk handelen²⁴ volgt immers objectief gezien dat Lexon daarmee niet tot doel heeft haar positie uit te breiden, maar om de koers omhoog te trekken. Voorts volgt uit dat geheel van handelen dat het intrekken of aanpassen van de Vervolgorders eveneens dat doel hebben. Het gaat Lexon er niet om ‘even pauze te nemen’,²⁵ maar om de markt te manipuleren. Hierbij merkt de AFM op dat anders dan dat Lexon stelt, het woord ‘teneinde’ als opgenomen in artikel 5:58, eerste lid, aanhef en onder b, Wft geen subjectief bestanddeel vormt. De wetgever heeft dit helder aangegeven ten aanzien van de materieel gelijke bepaling in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 die is opgegaan in de Wft:

*“De eerste drie vormen van marktmanipulatie, die zijn geïmplementeerd in het voorgestelde artikel 46b, eerste lid, onderdelen a tot en met c, bevatten geen subjectieve bestanddelen.”*²⁶
(onderstreping toegevoegd, AFM)

54. En zo ook de rechtbank Rotterdam:

“Met partijen is de rechtbank van oordeel dat uit de tekst en strekking van deze bepaling - waarin de term 'teneinde' voorkomt - volgt dat sprake moet zijn van een intentioneel handelen, bestaande uit het verrichten of bewerkstelligen van transacties of handelsorders in financiële instrumenten met het oog op het houden of brengen van de koers van die financiële instrumenten op een

²⁴ Zie Rb. Rotterdam 19 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10239, r.o. 5.1.

²⁵ Zie randnummer 27 hierboven.

²⁶ Zie *Kamerstukken II* 2004-05, 29 827, nr. 3, p. 10.

kunstmatig niveau. Daarbij is niet maatgevend of dit handelen daadwerkelijk heeft geleid tot een kunstmatig niveau. Voldoende is dat de opzet van het handelen objectief gezien tenminste in voorwaardelijke vorm is gericht op het houden of brengen van de koers van het aandeel op een kunstmatig niveau."²⁷ (onderstreping toegevoegd, AFM)

55. De AFM heeft derhalve wel degelijk gemotiveerd en bewezen dat Lexon de intentie had een kunstmatig koersniveau te bewerkstelligen. De AFM merkt hierbij nog op dat zij, gelet op voorgaande randnummers 50 e.v. niet aannemelijk acht dat Lexon de intentie had *al* haar orders ook uit te laten voeren. Dit geldt logischerwijs wel voor haar agressieve orders maar niet voor de niet-agressieve Vervolgorders die zijn ingelegd om de onderkant van de spread te verhogen, hetgeen leidt tot een hoger koersniveau.²⁸ Voorts doet de intentie van agressieve orderuitvoer niet af aan de kunstmatigheid van de koers. Die orderuitvoer dient immers enkel tot opdrijven van de koers en niet tot uitbreiden van de positie. Het verschil tussen het intrekken en het opnieuw inleggen van een order en het aanpassen van een order doet daaraan ook niet af. Bij beide acties verandert het orderboek immers op identieke wijze.

Trash and cash

56. Lexon drijft niet alleen de koers omhoog met de misleidende Vervolgorders, zij drukt de koers daarmee ook naar beneden. De AFM licht dit toe aan de hand van het handelsgedrag van Lexon in het aandeel Aperam op 30 april 2013. In Situatie 92 verkoopt Lexon 6.000 aandelen voor € 9,530.²⁹ Vervolgens legt zij in Situatie 101 een verkooporder in op het lagere niveau van € 9,524 voor 235 aandelen, waarmee zij de beste verkooporder is en de spread verkrappt met 20%. Vervolgens voegt Lexon hier in Situatie 102 een verkooporder aan toe op nog een lager niveau: € 9,519 voor 180 aandelen. De spread verkrappt met ruim 41%. Lexon legt daarnaast ook agressieve verkooporders in op steeds lagere niveaus. Zo legt Lexon in Situatie 142 een verkooporder in op € 9,480 voor 155 aandelen en in Situatie 146 op € 9,478 voor 144 aandelen. Vervolgens verzilvert Lexon de winst door in Situatie 165 5.000 aandelen tegen € 9,499 te kopen. Lexon drukt de koers hier naar beneden van € 9,530 naar € 9,499. Dat is 0,33% in net geen 1 minuut en 40 seconden. Dit is een duidelijk geval van 'trash and cash'.
57. De koersschommelingen die Lexon veroorzaakt zijn beperkt in omvang. Dat doet echter geen afbreuk aan de manipulatieve aard ervan, zeker niet gezien het korte tijdsbestek waarin Lexon haar manipulatie bereikt. De beperkte omvang doet ook niet af aan de stelling dat het handelsgedrag van Lexon een toename in volatiliteit teweeg brengt. Volatiliteit ziet immers niet alleen op omvang van de koersschommeling, maar ook op het aantal koersschommelingen. Vooral dat laatste wordt door Lexon veroorzaakt.

²⁷ [REDACTED]

²⁸ Zie randnummer 50 hierboven.

²⁹ Zie bijlage 2A.

Wash trades

58. Ook de wash trades die Lexon verricht, zijn een overtreding van het Verbod op Marktmanipulatie. Na heroverweging is de AFM van oordeel dat deze transacties het sluitstuk vormen van een koersverhogende beweging of een koersdrukkende beweging van Lexon. Nadat Lexon bijvoorbeeld de koers naar beneden heeft gedrukt tot een niveau waarop zij winst kan behalen, dient zij immers de door haar op een relatief hoge prijs verkochte stukken weer terug te kopen, zodat die winst ook daadwerkelijk wordt behaald. Nu een Vervolgorder door Lexon op sommige momenten op een dusdanige wijze wordt ingelegd om de markt naar beneden te drukken, kan het zijn dat het wegnemen van zo'n order de markt ook weer doet stijgen. In Situatie 1 heeft Lexon bijvoorbeeld een verkooporder in aandelen NSI ingelegd op € 5,387 voor 20 aandelen, waarna een grote verkooporder in de markt zakt van € 5,414 naar € 5,402 (in het rechter plaatje).³⁰ Als Lexon haar koerswinst in Situatie 2 wil verzilveren op € 5,402 voor 1300 aandelen, dan zou zij daar zeer waarschijnlijk niet in slagen als zij haar verkooporder op € 5,387 weghaalt. De markt zou dan snel weer kunnen stijgen, waardoor Lexon op een hoger niveau zou moeten kopen. Door voor 20 aandelen tegen zichzelf te handelen, is zij verzekerd het overige volume van haar relatief grote verkooporder te kunnen verhandelen tegen € 5,402, zijnde de prijs van de achterliggende order uit de markt. Lexon doet zich derhalve voor als verkoper, terwijl zij koper is. Dat is misleidend (op uitzonderingen na, zie hieronder randnummer 84). Bovendien doet zij dit met het doel op een lager niveau een transactie te kunnen verrichten dan het orderboek op dat moment mogelijk maakt, hetgeen dat lagere niveau kunstmatig maakt. Ook met de wash trades overtreedt Lexon daarom het Verbod op Marktmanipulatie.
59. Hierbij acht de AFM niet aannemelijk dat Lexon slechts transacties met zichzelf heeft verricht als gevolg van een fout. Gelet op het voorgaande, hebben die transacties namelijk een specifiek doel: het verzekeren van de transactie op het gewenste hoge of lage niveau. Lexon heeft dan ook wel degelijk belang bij deze wash trades.
60. Hieronder wordt per hierboven in randnummer 47 genoemde gevallen i tot en met iv en de wash trades verder uiteengezet welk handelsgedrag Lexon heeft vertoont.

Ad i) Aperam op 30 april 2013

61. In Aperam heeft Lexon zowel een pump and dump strategie gevoerd als een trash and cash strategie.³¹ De visualisatie daarvan is in Bijlage 2A opgenomen. Lexon heeft eerst een relatief grote positie ingenomen op € 9,500 (Situatie 1). Vervolgens heeft zij in onderstaande situaties misleidende Vervolgorders ingelegd om de koers omhoog te trekken. De situaties zijn hieronder uitgesplitst in agressieve orders en spreadverkrappende orders, waarbij het koersniveau steeds tussen haken is weergegeven. Daarbij is goed te zien dat Lexon op steeds hogere niveaus orders inlegt:

³⁰ Zie bijlage 3A

³¹ Zie bijlage 2A.

Agressieve orders:

3 (€ 9,506), 5 (€ 9,508), 12 (€ 9,514), 14 (€ 9,515), 19 (€ 9,522), 24 (€ 9,527), 26 (€ 9,533), 30 (€ 9,536), 34 (€ 9,536), 36 (€ 9,538), 39 (€ 9,534), 46 (€ 9,537), 54 (€ 9,536), 59 (€ 9,542), 63 (€ 9,547), 67 (€ 9,548), 69 (€ 9,548), 75 (€ 9,550), 81 (€ 9,554), 87 (€ 9,556), 90 (€ 9,556).

Spreadverkrappende orders:

7 (€ 9,493), 9 (€ 9,493), 10 (€ 9,500), 16 (€ 9,510), 21 (€ 9,510), 22 (€ 9,515), 28 (€ 9,522), 32 (€ 9,525), 41 (€ 9,520), 48 (€ 9,522), 50 (€ 9,523), 52 (€ 9,524), 57 (€ 9,526), 61 (€ 9,528), 65 (€ 9,532), 71 (€ 9,534), 73 (€ 9,536), 79 (€ 9,540).

62. In Situatie 92 verzilvert Lexon de winst door een relatief grote verkooptransactie te verrichten tegen een hoger niveau dan de aankoop in Situatie 1. Hiermee is de pump and dump strategie afgesloten. Vervolgens voert Lexon de trash and cash strategie uit, door volgende misleidende Vervolgorders op een steeds lager niveau in te leggen:

Agressieve orders:

95 (€ 9,519), 98 (€ 9,510), 104 (€ 9,510), 109 (€ 9,509), 112 (€ 9,508), 115 (€ 9,506), 118 (€ 9,504), 123 (€ 9,501), 128 (€ 9,496), 133 (€ 9,485), 139 (€ 9,482), 142 (€ 9,480), 146 (€ 9,478), 162 (€ 9,479).

Spreadverkrappende orders:

97 (€ 9,529), 101 (€ 9,524), 102 (€ 9,519), 106 (€ 9,522), 108 (€ 9,519), 117 (€ 9,517), 120 (€ 9,513), 121 (€ 9,512), 126 (€ 9,507), 130 (€ 9,505), 131 (€ 9,501), 136 (€ 9,497), 138 (€ 9,492), 145 (€ 9,490), 149 (€ 9,496), 152 (€ 9,494), 154 (€ 9,493), 156 (€ 9,492), 158 (€ 9,491), 160 (€ 9,490).

63. Hierna verzilvert Lexon weer de winst door in Situatie 165 haar verkochte aandelen groot terug te kopen tegen een lagere prijs dan waartegen zij ze heeft verkocht. Zoals hierboven in randnummers 50 tot en met 57 beschreven zijn de Vervolgorders misleidend, nu uit het geheel van feitelijk handelen objectief blijkt dat die orders niet zijn ingelegd met het doel de bestaande positie uit te breiden of af te bouwen. Uit dat handelen blijkt juist dat Lexon met de Vervolgorders de koers omhoog heeft willen trekken of naar beneden heeft willen drukken. Dat maakt de individuele orders misleidend en het koersniveau kunstmatig. Lexon heeft daarom het Verbod op Koersmanipulatie overtreden.

Ad ii) NSI op 31 mei 2013

64. In NSI heeft Lexon een pump and dump strategie gevoerd, waarvan de visualisatie is opgenomen in Bijlage 2B. Lexon heeft eerst een relatief grote positie ingenomen op € 5,391 (Situatie 1). Vervolgens heeft zij in onderstaande situaties misleidende Vervolgorders ingelegd op een steeds hoger niveau:

Agressieve orders:

4 (€ 5,408), 14 (€ 5,434), 21 (€ 5,444).

Spreadverkrappende orders:

6 (€ 5,400), 11 (€ 5,411), 13 (€ 5,424), 16 (€ 5,429), 23 (€ 5,436).

65. In Situatie 27 verzilvert Lexon de winst door een relatief grote verkooptransactie te verrichten tegen een hoger niveau dan de aankoop in Situatie 1. Hiermee is de pump and dump strategie afgesloten. Zoals hierboven in randnummers 50 tot en met 57 beschreven zijn de Vervolgorders misleidend, nu uit het geheel van feitelijk handelen objectief blijkt dat die orders niet zijn ingelegd met het doel de bestaande positie uit te breiden. Uit dat handelen blijkt juist dat Lexon met de Vervolgorders de koers omhoog heeft willen trekken. Dat maakt de individuele orders misleidend en het koersniveau kunstmatig. Lexon heeft daarom het Verbod op Koersmanipulatie overtreden.

Ad iii) BESI op 25 juli 2013

66. Ook in BESI heeft Lexon een pump and dump strategie gevoerd, waarvan de visualisatie is opgenomen in Bijlage 2C. Lexon heeft eerst een relatief grote positie ingenomen op € 8,880 (Situatie 1). Vervolgens heeft zij in onderstaande situaties misleidende Vervolgorders ingelegd op een steeds hoger niveau:

Agressieve orders:

7 (€ 8,927), 13 (€ 8,932), 16 (€ 8,935), 56 (€ 8,987), 79 (€ 8,992), 92 (€ 8,990).

Spreadverkrappende orders:

4 (€ 8,872), 6 (€ 8,890), 10 (€ 8,906), 12 (€ 8,906), 15 (€ 8,919), 21 (€ 8,943), 27 (€ 8,951), 32 (€ 8,956), 39 (€ 8,972), 58 (€ 8,981), 70 (€ 8,979), 71 (€ 8,980), 73 (€ 8,981), 80 (€ 8,987).

67. In Situaties 93 en 97 verzilvert Lexon de winst door relatief grote verkooptransacties te verrichten tegen een hoger niveau dan de aankoop in Situatie 1. Hiermee is de pump and dump strategie afgesloten. Zoals hierboven in randnummers 50 tot en met 57 beschreven zijn de Vervolgorders misleidend, nu uit het geheel van feitelijk handelen objectief blijkt dat die orders niet zijn ingelegd met het doel de bestaande positie uit te breiden. Uit dat handelen blijkt juist dat Lexon met de Vervolgorders de koers omhoog heeft willen trekken. Dat maakt de individuele orders misleidend en het koersniveau kunstmatig. Lexon heeft daarom het Verbod op Koersmanipulatie overtreden.

Ad iv) Heijmans op 27 augustus 2013

68. De pump and dump strategie is door Lexon ook in Heijmans uitgevoerd, zie bijlage 2D. Daarbij zijn voornamelijk de volgende misleidende Vervolgorders tegen een steeds hoger niveau opvallend:

Agressieve orders:

3 (€ 7,666), 8 (€ 7,678), 11 (€ 7,681), 16 (€ 7,673), 23 (€ 7,709), 31 (€ 7,702), 36 (€ 7,714), 41 (€ 7,727), 52 (€ 7,719), 59 (€ 7,754), 64 (€ 7,767), 81 (€ 7,794), 87 (€ 7,799), 94 (€ 7,810), 98 (€ 7,804), 108 (€ 7,831), 118 (€ 7,875), 121 (€ 7,877), 133 (€ 7,855), 137 (€ 7,835).

Spreadverkrappende orders:

2 (€ 7,627), 5 (€ 7,650), 6 (€ 7,559), 9 (€ 7,664), 15 (€ 7,669), 19 (€ 7,689), 25 (€ 7,686), 27 (€ 7,683), 35 (€ 7,677), 38 (€ 7,695), 43 (€ 7,706), 46 (€ 7,715), 49 (€ 7,713), 51 (€ 7,709), 60 (€ 7,720), 63 (€ 7,716), 66 (€ 7,739), 73 (€ 7,756), 82 (€ 7,760), 86 (€ 7,744), 89 (€ 7,769), 96 (€ 7,786), 102 (€ 7,773), 107 (€ 7,771), 111 (€ 7,803), 120 (€ 7,827), 130 (€ 7,836), 132 (€ 7,834).

69. In Situatie 139 verzilvert Lexon de winst weer door een relatief grote verkooptransactie te verrichten tegen een relatief hoog niveau. Hiermee is de pump and dump strategie afgesloten. Zoals hierboven in randnummers 50 tot en met 57 beschreven zijn de Vervolgorders misleidend, nu uit het geheel van feitelijk handelen objectief blijkt dat die orders niet zijn ingelegd met het doel de bestaande positie uit te breiden. Uit dat handelen blijkt juist dat Lexon met de Vervolgorders de koers omhoog heeft willen trekken. Dat maakt de individuele orders misleidend en het koersniveau kunstmatig. Lexon heeft daarom het Verbod op Koersmanipulatie overtreden.

Wash trades

70. Gelijk aan de hierboven in randnummer 58 beschreven wash trade heeft Lexon in nog 6 gevallen wash trades uitgevoerd, waarvan de visualisaties in bijlagen 3B tot en met 3G zijn opgenomen. Het betreft het volgende:

Bijlage 3B

Lexon legt een (agressieve) verkooporder van 1150 aandelen in op € 5,418. Lexon ligt ook met een kooporder van 20 aandelen op € 5,433. Hiermee doet zij zich voor als koper, terwijl zij verkoper is.

Bijlage 3C

Lexon legt een (agressieve) kooporder van 2782 aandelen in op € 5,420. Lexon ligt ook met een verkooporder van 20 aandelen op € 5,402. Hiermee doet zij zich voor als verkoper, terwijl zij koper is.

Bijlage 3D

Lexon legt een (agressieve) verkooporder van 500 aandelen in op € 5,458. Lexon ligt ook met een kooporder van 16 aandelen op € 5,472. Hiermee doet zij zich voor als koper, terwijl zij verkoper is.

Bijlage 3E

Lexon legt een (agressieve) verkooporder van 1000 aandelen in op € 5,448. Lexon ligt ook met een kooporder van 20 aandelen op € 5,471. Hiermee doet zij zich voor als koper, terwijl zij verkoper is.

Bijlage 3F

Lexon legt een (agressieve) verkooporder van 1500 aandelen in op € 5,445. Lexon ligt ook met een kooporder met 20 aandelen op € 5,468. Hiermee doet zij zich voor als koper, terwijl zij verkoper is.

Bijlage 3G

Lexon legt een (agressieve) kooporder van 1023 aandelen in op € 5,425. Lexon ligt ook met een verkooporder van 11 aandelen op € 5,414. Hiermee doet zij zich voor als verkoper, terwijl zij koper is.

71. Bij de wash trades is Lexon steeds gelijktijdig aan beide kanten van het orderboek actief. Dat maakt dat haar orderinleg niet tot doel heeft een positie uit te breiden of af te bouwen, maar om de koers te manipuleren. Voorts geeft dit gedrag van Lexon een misleidend signaal met betrekking tot de vraag en het aanbod naar het betreffende aandeel. Lexon overtreedt met de wash trades derhalve het Verbod op Marktmanipulatie.
72. Gelet op voorgaande randnummers 50 tot en met 71 heeft Lexon met haar Vervolgorders enkel tot doel gehad de koers omhoog te trekken of naar beneden te duwen. Zij geeft daarmee een misleidend signaal met betrekking tot de vraag (pump and dump en de wash trades) en het aanbod (trash and cash en de wash trades) bij de niet-agressieve Vervolgorders. Met betrekking tot de agressieve Vervolgorders geeft zij een misleidend signaal met betrekking tot de koers. Voorts leiden de Vervolgorders tot een kunstmatig koersniveau. Lexon doet zich voor als koper, maar is eigenlijk verkoper en vice versa.

73.

[Redacted text block]

Gebruikmaken van algoritme-handelaar

74. Met de misleidende Vervolgorders trekt Lexon de markt mee omhoog als het gaat om ‘pump and dump’ en duwt zij de markt naar beneden als het gaat om ‘trash and cash’. Vooral in de in het onderzoeksrapport uitgewerkte handel in NSI op 31 mei 2013 (stappen 1 tot en met 21 van dat rapport, op pagina 12 en verder), wordt dat omhoog trekken of naar beneden duwen van de markt voor Lexon makkelijker gemaakt door de aanwezigheid van de algoritme-handelaar, Partij X. Partij X ligt met een herkenbaar aantal aandelen op verschillende opeenvolgende niveaus aan beide kanten in het orderboek. In het hierboven opgenomen figuur A is de algoritme-handelaar gemakkelijk te herkennen. Deze handelaar heeft 5 kooporders ingelegd van elk 234 stukken vanaf € 5,380 tot € 5,384 (de laatste order is niet zichtbaar op het figuur) en 5 verkooporders ingelegd van ook elk 234 stukken vanaf € 5,414 tot en met € 5,418. Nadat Lexon haar kooporder op € 5,400 heeft ingelegd en daarmee de spread heeft verkapt (zie hierboven figuur B) reageert het algoritme binnen enkele milliseconden, door haar 5 kooporders hoger te zetten op € 5,394 tot en met € 5,398.³² Het algoritme van Partij X laat steeds dit gedrag zien (zie bijvoorbeeld Situaties 6, 11 en 16, Bijlage 2A), waardoor het voorspelbaar en makkelijker wordt voor Lexon om de markt omhoog te trekken of naar beneden te duwen.
75. Er staat niet ter discussie dat algoritmen ingewikkeld zijn en moeilijk *exact* te voorspellen zijn. De AFM gaat er ook niet vanuit dat Lexon algoritme-handelaren exact kan voorspellen. Wel is goed mogelijk in grote lijnen te voorspellen wat Partij X zal doen na een bepaalde orderinleg, zoals in voorgaand randnummer beschreven. Dit heeft [B] ter zitting in voorlopige voorziening ook aangegeven.
76. Doordat Lexon gebruik maakt van Partij X om de koers omhoog te trekken, misleidt zij die marktpartij ook. Daarbij is niet relevant of Partij X daadwerkelijk verlies heeft geleden door het kunstmatige niveau. Een daadwerkelijk kunstmatig niveau is immers niet vereist voor een overtreding van het Verbod op Marktmanipulatie.³³ Voorts zijn de beweegredenen van Partij X niet relevant. Het gaat immers om de vaststelling dat Lexon keer op keer in staat is Partij X te misleiden tot het verhogen van het prijsniveau van de orders van Partij X. Daarbij is de snelheid van Partij X niet van belang.

³² Zie het rechterplaatje in Situatie 6, bijlage 2A.

³³ Zie hierboven randnummer 54.

[A]-rapport

77. Lexon stelt onder verwijzing naar het [A]-rapport nog dat Partij X niet door Lexon wordt misleid om haar prijsniveaus te verhogen, maar dat Partij X door andere marktpartijen daartoe wordt bewogen. De AFM heeft in dat kader ten onrechte essentiële informatie niet in haar beoordeling betrokken, aldus Lexon. Na heroverweging is de AFM van oordeel dat het [A]-rapport niet aantoont dat de AFM ten onrechte bepaalde informatie niet heeft betrokken in haar oordeelsvorming. Zij licht dat hieronder toe per stelling uit het [A]-rapport (zie ook Bijlage 4, waarin ten aanzien van onderstaande stellingen de betreffende orderboekveranderingen zijn opgenomen).

Stelling 1 (Situation 6 [A]-rapport):

In stap 6 in het Boetebesluit stelt de AFM dat Partij X al haar orders intrekt en opnieuw inlegt op andere niveaus en dat Partij X dat heeft gedaan naar aanleiding van de orderinleg van Lexon. [A] stelt dat de wijziging van de orders van Partij X is te wijten aan het intrekken van een andere order van een andere marktpartij van 710 aandelen op € 5,141. De AFM volgt deze stelling niet, nu die order van 710 aandelen *later* is ingetrokken dan het tijdstip waarop Partij X haar orders heeft aangepast. Partij X kan dat dus nooit hebben gedaan naar aanleiding van het intrekken van de betreffende order van 710 aandelen.

Stelling 2 (Situation 9 [A]-rapport):

Ook in stap 9 van het Boetebesluit stelt de AFM dat Partij X al haar orders intrekt en opnieuw inlegt op andere niveaus en dat Partij X dat heeft gedaan naar aanleiding van de orderinleg van Lexon. Ook hier stelt [A] dat deze wijzigingen door Partij X zijn te wijten aan de acties van een andere marktpartij. Ook hier geldt echter dat die acties hebben plaatsgevonden, *nadat* Partij X haar orders heeft gewijzigd. Partij X kan dat dus nooit hebben gedaan naar aanleiding van die acties.

Stelling 3 (Situation 10 [A]-rapport):

Ten aanzien van stap 10 in het Boetebesluit stelt [A] dat de annulering en uitvoering van bepaalde orders 'wellicht relevant zouden kunnen zijn voor de rationele belegger'.³⁴ Die stelling is niet onderbouwd en naar het oordeel van de AFM doet de stelling geen afbreuk aan het geheel van feitelijk handelen wat Lexon heeft verricht, zoals hierboven in randnummer 53 is toegelicht.

Stelling 4 (Situation 12 [A]-rapport):

[A] stelt ten aanzien van stap 12 in het Boetebesluit dat Partij X niet naar aanleiding van het gedrag van Lexon haar orders heeft aangepast. Ook hier onderbouwt [A] haar stelling niet. Voorts volgt uit Situaties 13 en 14 dat Partij X wel degelijk Lexon heeft gevolgd.

³⁴ Vrije vertaling van p. 7 van het [A]-rapport.

Stelling 5 (Situation 13 [A]-rapport):

[A] stelt ten aanzien van stap 13 in het Boetebesluit dat Partij X niet naar aanleiding van het gedrag van Lexon haar orders heeft aangepast, maar naar aanleiding van een annulering van een verkooporder van 380 aandelen. De AFM is na heroverweging van oordeel dat het Boetebesluit hier ten onrechte Lexon verwijt het gedrag van Partij X te hebben beïnvloed. Dat neemt echter niet weg dat het geheel van feitelijk handelen van Lexon maakt dat zij het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden, zoals hierboven in randnummer 53 is uiteengezet.

Stelling 6 (Situation 16 [A]-rapport):

Ten aanzien van stap 16 in het Boetebesluit stelt [A] dat de stelling van de AFM dat Lexon de beste verkooppositie heeft in het orderboek niet juist is. De AFM is na heroverweging van oordeel dat het Boetebesluit hier inderdaad niet juist is. Die onjuistheid doet echter geen afbreuk aan het geheel van feitelijk handelen van Lexon, wat maakt dat zij het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden, zoals hierboven in randnummer 53 is uiteengezet.

Stelling 7 (Situation 17 [A]-rapport):

Ook in stap 17 van het Boetebesluit stelt de AFM dat Partij X al haar orders op een hoger niveau stelt naar aanleiding van de orderinleg van Lexon. [A] stelt dat Partij X na 3 seconden nog niet heeft gereageerd op de orderinleg van Lexon. Die stelling is onjuist. Binnen één milliseconde (0,0000778 seconden) na de orderinleg van Lexon begon Partij X haar orders aan te passen.

78. Uit voorgaand randnummer volgt dat de AFM geen essentiële informatie achterwege heeft gelaten, die wel betrokken zou moeten zijn in haar oordeelsvorming. Zoals hierboven in randnummer 74 beschreven, heeft Lexon wel degelijk gebruik gemaakt van de voorspelbaarheid van Partij X.

Oordeel AFM

79. Het hierboven in randnummers 46 tot en met 78 beschreven handelsgedrag van Lexon met betrekking tot de in randnummer 47 genoemde gevallen i tot en met iv beschreven gedrag, [REDACTED].
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] Lexon manipuleert de koers steeds omhoog en naar beneden en heeft daarmee naar het oordeel van de AFM het Verbod op Marktmanipulatie overtreden op de in randnummer 46 [REDACTED] dagen.

80. De AFM ziet het misleiden van Partij X, na heroverweging, als een verzwarende omstandigheid bij het uitvoeren van een ‘pump and dump’-manipulatie op 31 mei 2013 in het aandeel NSI. Welke algoritme-handelaren Lexon in andere gevallen heeft misleid, is van ondergeschikt belang. De overtredingen van het Verbod op Koersmanipulatie staan immers ook zonder die misleiding vast. De gehele markt wordt immers misleid.
81. De opmerking van de AFM dat een rationeel handelende menselijke belegger niet zoals Partij X door Lexon zou kunnen worden misleid,³⁵ kan niet zo worden begrepen dat Lexon niet tot misleiding in staat is en daarom het Verbod op Marktmanipulatie niet zou hebben overtreden. Zoals hierboven in randnummer 75 aangegeven is Partij X in globale lijnen goed voorspelbaar. Kennelijk is het algoritme van Partij X dus niet optimaal vormgegeven. Dat maakt het voor Lexon makkelijker om Partij X te misleiden. Met haar opmerking heeft de AFM enkel willen aangeven dat een menselijk handelaar naar alle waarschijnlijkheid niet steeds dezelfde orders zou inleggen en daardoor steeds dezelfde ‘fout’ zou maken als Partij X in het geval van de handel in NSI op 31 mei 2013. De opmerking neemt dus niet weg dat Lexon wel degelijk het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden.

Legitieme handelsstrategie

82. Lexon heeft ter voorkoming van de Vroegtijdige Publicatie om een voorlopige voorziening verzocht bij de Voorzieningenrechter. Met de Vovo-uitspraak heeft die rechter de publicatie van het Boetebesluit geschorst. Voor de voorzieningenrechter is bij de toewijzing in de kern van belang geweest dat Lexon, naar zijn oordeel, *onweersproken* heeft gesteld dat zij een legitieme handelsstrategie hanteert, waarbij het gaat om het innemen van een positie om vervolgens kleine kooporders te plaatsen tegen licht oplopende koersen.³⁶ De voorzieningenrechter stond daarom voor de vraag waarom een *legitieme* handelsstrategie, die volgens hem wel trekken vertoont van ‘pumping and dumping’, in strijd zou zijn met het *Verbod* op Marktmanipulatie. Die vraag deed de Voorzieningenrechter twijfelen aan het oordeel van de AFM en oordeelde dat de AFM het Boetebesluit onvoldoende heeft onderbouwd.
83. De AFM ziet hierin geen reden om na heroverweging tot een ander oordeel te komen. De AFM weerspreekt immers wel degelijk dat Lexon een legitieme handelsstrategie heeft uitgevoerd. In het Bezwaarschrift gaat Lexon uitvoerig in op de strategie die zij stelt te hebben uitgevoerd. Zij benoemt die strategie als de bid-ask spread strategie en stelt dat Partij X en liquidity providers die strategie ook hebben uitgevoerd (terwijl Lexon zelf ook stelt juist geen liquidity provider te zijn).³⁷ Los van de benaming is de AFM van oordeel dat de strategie die Lexon beschrijft, niet als de strategie van liquidity providers kan worden beschreven en ook niet legitiem is.

³⁵ Zie p. 13 van het Boetebesluit.

³⁶ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 7.1.

³⁷ Zie randnummer 4 Vovo-pleidooi.

84. Een liquidity provider kan in hoge mate worden vergeleken met een grenswisselkantoor. Hij verschaft liquiditeit in een fonds door doorlopend koop- en verkoopprijzen af te geven, waarbij zijn orders buiten de spread liggen. Zijn orders zijn dus niet agressief, zij worden niet direct bij de inleg al uitgevoerd. Voor het geval de behoefte bestaat om een positie in een fonds te kopen of te verkopen, zorgt de liquidity provider ervoor dat er orders in het orderboek liggen die de gewenste koop of verkoop (deels) mogelijk maken. De liquidity providers opereren vaak in opdracht van een uitgevende instelling, waarmee die in staat is om regelmatig handelsverkeer in het eigen aandeel te bevorderen en daardoor koersschommelingen die uitsluitend worden veroorzaakt door het ontbreken van regelmatig handelsverkeer te voorkomen. De handelsstrategie van Lexon is een hele andere, zoals hierboven in randnummers 46 tot en met 78 is toegelicht. Daarnaast handelt Lexon niet in opdracht van een uitgevende instelling, maar voor zichzelf. De AFM merkt hierbij op dat liquidity providers onder de definitie van marktmanipulatie vallen, maar op grond van de **Tenzij-clausule** van het Verbod op marktmanipulatie zijn uitgezonderd.³⁸ De Tenzij-clausule luidt als volgt:

“(...) tenzij degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoont dat zijn beweegredenen 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;”

85. De minister van Financiën heeft een dergelijke gebruikelijke marktpraktijk vastgesteld voor liquidity providers.³⁹ Nu Lexon dat niet is, kan zij geen beroep doen op de Tenzij-clausule.
86. De handelsstrategie van Lexon is voorts niet legitiem. Dat blijkt al uit de omschrijving die zij zelf daarvan geeft. Zo stelt Lexon dat zij na een relatief grote kooporder een Vervolgorder inlegt op een hoger niveau, omdat zij verwacht dat de spread naar dat hogere niveau zal bewegen.⁴⁰ Dit is hoogst onaannemelijk nu Lexon zelf de spread naar dat hogere niveau beweegt met haar Vervolgorder, zoals hierboven is geïllustreerd met figuren A en B en de uiteenzetting in randnummers 46 tot en met 78 hierboven. Daarbij komt dat een rationeel handelende belegger zijn positie tegen een zo laag mogelijke koers zal willen uitbreiden. Het is daarom onvoorstelbaar dat Lexon een order inlegt op een hoger niveau omdat zij *verwacht* dat de koers naar dat hogere niveau zal bewegen. Kennelijk is de koers thans dus nog niet op dat hogere niveau en zou het voor Lexon voordeliger zijn op het huidige lagere niveau een order in te leggen als het doel uitbreiding van de positie is. Nu Lexon juist wel op het hogere niveau inlegt, is haar doel objectief gezien gelegen in het omhoog trekken van de koers, wat die koers kunstmatig maakt. Hiermee geeft de AFM enkel aan dat er geen orders mogen worden ingelegd met het doel de koers omhoog te trekken of naar beneden te drukken. De hierboven

³⁸ Zie *Stcrt.* 2011, 8349, p. 3.

³⁹ Zie Regeling gebruikelijke marktpraktijken Wft.

⁴⁰ Zie randnummer 24 hierboven.

in randnummers 18 en 19 genoemde stellingen die Lexon aan de AFM toedicht, kunnen dan ook niet worden gevolgd.

87. De AFM merkt nog op dat zij de stelling van Lexon zeer onaannemelijk acht dat zij zich baseert op de AEX en de AMX bij het innemen van haar posities. Het tijdsbestek waarin Lexon de pump and dump en trash and cash uitvoert, is namelijk te kort om in relatie te staan met de door haar genoemde referentiekansen. De tijdens de hoorzitting in bezwaar besproken presentatie overtuigt de AFM niet, zeker nu de door Lexon daarbij besproken sheets zien op andere data, dan de data van de █ in randnummer 46 genoemde gevallen.

Conclusie

88. In voorgaande randnummers heeft de AFM gemotiveerd weergegeven waarom zij ook na heroverweging van oordeel is dat Lexon in de in randnummer 46 genoemde █ gevallen het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden. De argumenten die Lexon in bezwaar ten aanzien van de hier behandelde grond heeft aangevoerd, treffen geen doel.

B. Zorgvuldig, nauwkeurig en onbevooroordeeld onderzoek AFM

Argumenten Lexon

89. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 90 tot en met 93 betreft (een korte weergave van) het standpunt van Lexon en niet dat van de AFM.
90. Het Boetebesluit is bevooroordeeld en onnauwkeurig. Het oordeel van de AFM dat Lexon het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden in de periode van 1 januari tot en met 27 augustus 2013 is slechts gebaseerd op █ gevallen.⁴¹ Hierdoor is geen betrouwbaar beeld gegeven van de handelswijze van Lexon in die periode. De gekozen handelsdagen zijn niet representatief voor het handelsgedrag van Lexon. Lexon heeft in de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013 in 47,9% van de transacties in NSI, Heijmans, Aperam en BESlami verlies geleden. Lexon verwijst naar haar bij de hoorzitting in bezwaar overgelegde presentatie die meer representatief handelsgedrag van Lexon weergeeft. De █ gevallen die de AFM heeft onderzocht zijn uitzonderlijk. Het onderzoek van de AFM is daarom onzorgvuldig.
91. Uit het [A]-rapport volgt dat de AFM essentiële informatie achterwege heeft gelaten. Het handelsgedrag van andere partijen dan Lexon en Partij X is door de AFM ten onrechte niet in haar analyse betrokken. Het onderzoeksrapport gaat uit van onvolledige informatie. Dat essentiële

⁴¹ Zie randnummer 6 Vovo-verzoek. De AFM heeft onderzoek gedaan naar het handelsgedrag van Lexon in de periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013.

informatie achterwege is gelaten, geeft aan dat de AFM “*koste wat kost*”⁴² het handelsgedrag van Lexon als marktmanipulatie wil kwalificeren. De AFM is vooringenomen.

92. Nu de AFM haar oordeel baseert op onzorgvuldig onderzoek en vooringenomen is, is het Boetebesluit in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel en de onschuldpresumptie. Het Verbod op Marktmanipulatie wordt, vanwege haar open normen en ruime reikwijdte, beschouwd als een rechtstreekse inbreuk op artikelen 6, tweede lid, en 7 van het Europees Verdrag tot bescherming van de Rechten van de Mens en de Fundamentele Vrijheden (EVRM). Ook is dat verbod in strijd met artikel 1 van het Wetboek van Strafrecht (Sr), nu het Verbod op Marktmanipulatie op grond van artikel 5:54 Wft een misdrijf is. Het zou ontegenzeggelijk en zonder enige twijfel duidelijk moeten zijn dat het marktverbod is overtreden alvorens de AFM een boete zou kunnen opleggen. Van die duidelijkheid is hier geen sprake, welk oordeel de voorzieningenrechter ook is toegedaan.
93. Voorts is het onderzoek van de AFM onzorgvuldig nu de grafieken die de AFM heeft gehanteerd in het boetebesluit en het onderzoeksrapport niet bewijzen dat er een overtreding zou zijn van het Verbod op Marktmanipulatie. De AFM merkt bij die grafieken enkel op dat er sprake is van een vergelijkbare marktwerking als bij het gedrag van Lexon in de handel bij NSI 31 mei 2013. Een vergelijkbare marktwerking is echter onvoldoende voor de conclusie dat er sprake is van een overtreding. Daarnaast mag de presentatie van de AFM van 28 november 2013 die de AFM heeft toegevoegd aan het dossier van de op de zaak betrekking hebben stukken geen grondslag vormen voor de beslissing op bezwaar. Die presentatie is om meerdere redenen onbegrijpelijk en onzorgvuldig.

Reactie AFM

94. De AFM is van oordeel dat Lexon in de ■ in randnummer 46 genoemde gevallen het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden. In paragraaf 5.1 van het Boetebesluit is voorts helder weergegeven dat de AFM de boete heeft opgelegd wegens een overtreding in die ■ gevallen. De boete is derhalve niet opgelegd voor het handelsgedrag in de *gehele* periode van 1 januari tot en met 31 augustus 2013, maar enkel voor die ■ gevallen. De overtredingen in die gevallen heeft de AFM ook vastgesteld, waarmee de bevoegdheid tot boeteoplegging is gegeven.
95. In het licht van voorgaand randnummer, is niet relevant of Lexon in andere gevallen dan de genoemde ■ het Verbod op Marktmanipulatie niet heeft overtreden. Het op enig moment niet begaan van een overtreding of verlies lijden doet immers niet af aan het *wel* begaan van een overtreding op andere momenten. Uit de vaststelling van de AFM van een overtreding van het Verbod op Marktmanipulatie in de ■ gevallen, kan derhalve niet worden afgeleid dat het onderzoek onzorgvuldig of onnauwkeurig is. Zeker niet nu die vaststelling uitvoerig is gemotiveerd (zie paragraaf IV.A).

⁴² Zie randnummer 71 Aanvullende gronden Vovo.

96.

[REDACTED]

97. Gelet op voorgaand randnummer, is de stelling van Lexon dat de AFM bevooroordeeld of vooringenomen is enkel erop gebaseerd dat Lexon het oordeel van de AFM niet deelt. Lexon en de AFM hebben een verschil van inzicht omtrent de reikwijdte van het Verbod op Marktmanipulatie. Dat wil echter niet zeggen dat de AFM om die reden dan ook vooringenomen is. De AFM heeft zorgvuldig onderzoek gedaan en komt tot een andere conclusie dan Lexon. Van vooringenomenheid is geen sprake.⁴³
98. Het oordeel van de AFM dat Lexon het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden volgt verder helder uit de wettekst en de guidance van CESR. Er zijn dus wel degelijk ‘leidende stukken’ die het handelsgedrag van Lexon als marktmanipulatie kwalificeren.⁴⁴ Los van het feit dat het bestaan van dergelijke stukken geen voorwaarde vormt voor de strafbaarheid van een bepaling.⁴⁵ Die strafbaarheid volgt immers uit de bepaling zelf. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is derhalve geen sprake. Hierbij is van belang dat Lexon in haar bezwaar niet heeft aangegeven waarom de reikwijdte van het Verbod op Marktmanipulatie enger zou zijn dan de reikwijdte die de AFM eraan toekent. Sterker nog: Lexon geeft zelf ook aan dat het Verbod op Marktmanipulatie een ruime reikwijdte heeft.⁴⁶ Uit het betoog van Lexon in het Bezwaarschrift volgt dat zij de feitelijke conclusie van de AFM niet deelt dat het doel van de Vervolgorders enkel is gelegen in het omhoog trekken of naar beneden drukken van de koers. Dat raakt niet aan het rechtszekerheidsbeginsel, maar aan het in voorgaand randnummer genoemde verschil van inzicht. Het rechtszekerheidsbeginsel is niet geschonden.
99. Nu het beroep van Lexon op artikelen 6 en 7 EVRM verder geen onderbouwing kent, volgt de AFM niet dat die artikelen door haar geschonden zouden zijn. Van een ontegenzeggelijke duidelijkheid hoeft geen sprake te zijn. Zo heeft het CBb 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 gedragingen 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

⁴³ Zie bijvoorbeeld Rb. Rotterdam 21 januari 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:298, r.o. 7.4.

⁴⁴ Zie randnummer 80 Aanvullende gronden Vovo.

⁴⁵ Zie CBb 25 juni 2013, ECLI:NL:CBB:2013:4, r.o. 2.3.

⁴⁶ Zie randnummer 73 Aanvullende gronden Vovo.

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."⁴⁷ (onderstreping toegevoegd, AFM)

100. Artikelen 6 en 7 EVRM zijn derhalve niet geschonden. De AFM merkt hierbij ten overvloede op dat artikel 1 Sr hier niet van toepassing is, nu er geen sprake is van een strafrechtelijke sanctie. Dat neemt niet weg dat het rechtszekerheidsbeginsel ook in het bestuursrecht gelding heeft.
101. De grafieken die de AFM heeft gebruikt in het onderzoeksrapport, geven voorts geen blijk van onzorgvuldigheid. Zoals hierboven in randnummer 73 is overwogen, volgt uit die grafieken wel degelijk dat Lexon het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden. Ten aanzien van de presentatie van 28 november 2013 geeft de AFM aan dat zij die presentatie bij het nemen van de beslissing op bezwaar niet heeft betrokken. De AFM is echter op grond van de Awb verplicht die presentatie als op de zaak betrekking hebbend in het dossier op te nemen en bij (eventuele) procedures in te dienen.⁴⁸
102. De argumenten van Lexon geven geen aanleiding tot een ander oordeel na heroverweging. Deze grond treft geen doel.

C. Hoogte boete - ernst en verwijtbaarheid

Argumenten Lexon

103. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 104 tot en met 108 betreft (een korte weergave van) het standpunt van Lexon en niet dat van de AFM.
104. De hoogte van de boete staat in wanverhouding tot de ernst van de gedraging en de mate van verwijtbaarheid van Lexon. De AFM had de boete op die gronden moeten matigen in het licht van artikel 2 van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (**Bbbfs**).
105. De beweerdelijke overtreding is niet ernstig. Die overtreding zou zijn gelegen in het misleiden van algoritmehandelaars terwijl een rationeel handelend belegger zich niet zou laten misleiden door het handelsgedrag van Lexon, zoals ook de AFM erkent. Daarnaast reageren Partij X en andere marktpartijen niet op de orders en transacties van Lexon maar op grotere orders van andere marktpartijen die niet in het onderzoek zijn meegenomen. Als Lexon daarin wel geslaagd zou zijn,

⁴⁷ CBb 22 februari 2012, ECLI:NL:CBB:2012:BV6713, r.o. 4.3.

⁴⁸ Zie bijvoorbeeld artikelen 6:17, 7:4 en 8:8 Awb.

zou haar winstgevendheid ook veel hoger liggen. De beweerdelijke overtreding is voorts niet structureel begaan.

- 106.** Lexon treft geen verwijtbaarheid of schuld. Haar handelsstrategie was immers legitiem. Het handelen van Lexon heeft geen abnormale koersdruk tot gevolg gehad. Lexon had integere intenties met het uitvoeren van haar handelsstrategie. De koers is niet door Lexon opgedreven; deze is tot stand gekomen in een integer samenspel van vraag en aanbod van twee of meer handelaren met eenzelfde handelsstrategie.
- 107.** Voorts kan Lexon niet worden beschouwd als een professionele belegger onder MiFID.⁴⁹ Zij is geen beleggingsonderneming noch een ‘market maker’ of ‘liquidity provider’.⁵⁰ Zij is ook niet als zodanig gekwalificeerd door haar broker. Lexon verwijst hierbij naar de gearceerde zin in bijlage 1 van de Aanvullende gronden Vovo.
- 108.** Naast het voorgaande, kan de boete nimmer hoger zijn dan de nettowinst die Lexon heeft behaald in de 9 gevallen van overtreding. Die winst bedraagt [REDACTED]

Reactie AFM

- 109.** De AFM heeft na heroverweging vastgesteld dat Lexon in [REDACTED] gevallen het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden. Een enkel geval van overtreding geeft de AFM op grond van artikel 1:80 Wft (en de bijlage daarbij) de bevoegdheid om een boete op te leggen. Het uitgangspunt is dat de boete wordt vastgesteld op het basisbedrag,⁵¹ in dit geval € 2.000.000,-.⁵² Dat basisbedrag kan worden verlaagd of verhoogd met 50% op grond van een verhoogde of verlaagde ernst of verwijtbaarheid.⁵³
- 110.** Ook na heroverweging is de AFM van oordeel dat er geen reden is om het basisbedrag van € 2.000.000,- te verhogen of te verlagen op grond van een verminderde of verhoogde ernst of verwijtbaarheid. Lexon heeft immers niet in één enkel geval een overtreding begaan, maar zij heeft in [REDACTED] gevallen het Verbod op Marktmanipulatie overtreden. Het gedrag van Lexon is daarmee structureel in strijd met één van de kernverboden in de Wft. Een overtreding daarop maakt een inbreuk op een eerlijke totstandkoming van de prijzen op de financiële markten en het vertrouwen daarin van beleggers. Het structurele karakter van de overtreding maakt die overtreding bovengemiddeld ernstig en geeft daarom aanleiding het basisbedrag te verhogen. Nu het daadwerkelijke effect van het handelsgedrag van Lexon op de koers relatief gezien beperkt van omvang is, ziet de AFM na heroverweging af van die verhoging.

⁴⁹ Richtlijn 2004/39/EC betreffende markten voor financiële instrumenten.

⁵⁰ Zie randnummer 4, Vovo-pleidooi.

⁵¹ Zie artikel 2, eerste lid, Bbbfs.

⁵² Zie artikel 1:82 Wft in samenhang met artikel 10 Bbbfs.

⁵³ Zie artikel 2, tweede en derde lid, Bbbfs.

111. Voor verlaging van het basisbedrag op grond van verminderde ernst, ziet de AFM geen aanleiding. De argumenten die Lexon in dit kader aanvoert, betreffen in de kern immers argumenten gericht tegen de conclusie dat zij het Verbod op Marktmanipulatie heeft overtreden. Zoals hierboven in paragraaf IV.A is geconcludeerd, kunnen die argumenten niet worden gevolgd. De AFM blijft daarom bij haar oordeel dat geen sprake is van verminderde ernst op basis waarvan het boetebedrag zou moeten worden gematigd.
112. De AFM ziet na heroverweging ook geen reden om het basisbedrag te verlagen op grond van een verminderde verwijtbaarheid. Anders dan Lexon stelt, is zij wel degelijk te beschouwen als een professionele *marktpartij*.⁵⁴ De activiteiten van Lexon zijn er immers op gericht om voor eigen rekening te handelen in financiële instrumenten. Lexon dient zichzelf daarom op de hoogte te stellen van wet- en regelgeving die op haar activiteiten van toepassing zijn en daarnaar te handelen.⁵⁵ Indien Lexon dit nalaat, komt dat voor haar risico, waarmee verwijtbaarheid is gegeven. Voorts zit in het hierboven in randnummer 55 besproken objectieve oogmerk besloten dat Lexon bewust de koers in de genoemde █ gevallen heeft gemanipuleerd. Haar intentie is derhalve naar het oordeel van de AFM dan ook zeker niet legitiem te noemen.
113. Gelet op voorgaande randnummers 109 tot en met 112, is de AFM na heroverweging van oordeel dat er geen redenen zijn om het basisbedrag te verhogen of te verlagen. De AFM merkt hierbij op dat het door Lexon gestelde met de overtreding behaalde voordeel van █ geen aanleiding geeft tot verdere matiging. Een boete zou immers in beginsel een veelvoud van het behaalde voordeel moeten bedragen.⁵⁶
114. De AFM is na heroverweging voorts van oordeel dat de verlaging van het basisbedrag tot 5% (€ 100.000,-) daarvan, zoals dat is beschreven in paragraaf 5.1.1.4 van het Boetebesluit evenredig en passend is. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt dus niet tot een ander oordeel. Hierbij merkt de AFM op dat de huidige beperkte financiële draagkracht van Lexon wel aanleiding geeft de boete te matigen. Dit wordt in de volgende paragraaf besproken.

⁵⁴ Daarnaast is Lexon ook te beschouwen als een professionele *belegger*. Nu Lexon voor eigen rekening handelt in financiële instrumenten, kwalificeren haar activiteiten als het verrichten van beleggingsactiviteit als bedoeld in artikel 1:1 Wft. Op grond van hetzelfde artikel kwalificeert zij daarom als beleggingsonderneming en als professionele belegger.

⁵⁵ Zie CBb 6 juli 2015, ECLI:NL:CBB:2015:243, r.o. 4.3.

⁵⁶ Zie Rb. Rotterdam, 15 juli 2010, (AWB 09/2147 BC-T2), r.o. 2.10 als verfijning van Rb. Rotterdam 13 juli 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ3770.

D. Hoogte boete – financiële draagkrachtArgumenten Lexon

115. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 116 tot en met 117 betreft (een korte weergave van) het standpunt van Lexon en niet dat van de AFM.

116. Uit de door een accountant gecontroleerde jaarrekening over 2014 blijkt dat Lexon

117.

Reactie AFM

118. In randnummer 113 hierboven, heeft de AFM geconcludeerd dat de ernst en verwijtbaarheid geen reden geven om het basisbedrag van € 2.000.000,- te verhogen of te verlagen. Ten tijde van het nemen van het Boetebesluit heeft de AFM geoordeeld dat de *omvang* van Lexon, gemeten naar het eigen vermogen en de winst, aanleiding geeft dat basisbedrag substantieel te matigen tot € 100.000,-. Er was destijds geen reden om aan te nemen dat Lexon een dusdanig beperkte financiële draagkracht had, dat de boete nog verder zou moeten worden gematigd.

119.

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]

120.

[REDACTED]

[REDACTED]⁵⁷ matigt de AFM de boete tot € 10.000,-. De AFM is van oordeel dat dit bedrag voldoende rekening houdt met de beperkte financiële draagkracht van Lexon en dat voor verder matiging geen aanleiding bestaat.

121. Gelet op de eerst in bezwaar aannemelijk gemaakte omstandigheid van een beperkte financiële draagkracht, treft deze grond doel en matigt de AFM de boete tot € 10.000,-.

E. Wel publiceren

Argumenten Lexon

122. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 123 tot en met 126 betreft (een korte weergave van) het standpunt van Lexon en niet dat van de AFM.
123. De Vroegtijdige Publicatie kan niet plaatsvinden. Lexon heeft het Verbod op Marktmanipulatie immers niet overtreden, waardoor er geen bevoegdheid bestaat te publiceren. Voorts heeft Lexon de overtreding gemotiveerd betwist. Twijfel over de vaststelling van de overtreding zou in het voordeel van Lexon moeten worden uitgelegd.
124. Met de publicatie van het Boetebesluit wordt voorts geen enkel belang gediend. Er is geen sprake van een normschending waarvoor de markt moet worden gewaarschuwd. Lexon is al sinds 2013 gestaakt met het handelsgedrag dat door de AFM als misleidend en manipulatief wordt aangemerkt. De meerwaarde van publicatie om de markt te kunnen waarschuwen voor een reeds geruime tijd geleden gestaakte handeling ontbreekt volledig. Daarbij komt dat de publicatie van het Boetebesluit een punitief en niet louter waarschuwend karakter heeft.

125. De publicatie van het Boetebesluit heeft verder enkel ernstige, onomkeerbare en onverhaalbare reputatieschade tot gevolg. Anders dan in Nederland, is de identiteit van iedere aandeelhouder, bestuurder, gevolmachtigde en kernpersoneel in een besloten vennootschap publiekelijk bekend in Spanje. Publicatie van het Boetebesluit en de schade die dat met zich brengt, raakt derhalve niet alleen de vennootschap Lexon, maar de hiervoor genoemde personen en hun gezinnen. Het 'anonimiseren' van het Boetebesluit door de namen van particulieren te verwijderen, treft dan ook geen doel. Publicatie onder deze omstandigheden zou dan ook niet overeind blijven bij het Europese Hof van de Rechten van de Mens (EHRM).
126. Als de AFM besluit tot publicatie dient dat op grond van artikel 1:97, vierde lid, Wft geanonimiseerd plaats te vinden om de redenen die hierboven in randnummer 123 tot en met 125 zijn genoemd.

Reactie AFM

127. Met de wijziging van artikel 1:97 Wft per 1 augustus 2014 is de plicht tot Vroegtijdige Publicatie van boetebesluiten waarop het artikel van toepassing is, van uitzonderingen ontdaan. De AFM heeft derhalve niet de bevoegdheid om van de Vroegtijdige Publicatie af te zien. Voor zover Lexon stelt dat de AFM geheel van die publicatie moet afzien, kan zij daarin dus niet worden gevolgd. De enige reden die de verplichting kan wegnemen, is als de bevoegdheid tot boeteoplegging is komen te vervallen. Nu Lexon een ernstige en verwijtbare overtreding van het Verbod op Marktmanipulatie heeft begaan, is er van het wegvallen van de bevoegdheid geen sprake.
128. Op grond van artikel 1:97, vierde lid, Wft vindt onder meer een anonieme publicatie plaats indien betrokken partijen in onevenredige mate schade zou worden berokkend. Lexon stelt kennelijk in dit kader dat de hierboven in randnummer 125 genoemde personen dergelijke schade zou worden berokkend door een niet-geanonimiseerde publicatie.
129. De AFM is na heroverweging van oordeel dat er geen aanleiding is de Vroegtijdige Publicatie te anonimiseren. Het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb) heeft aangegeven wanneer er sprake kan zijn van onevenredige schade die noopt tot anonimiseren:

*“Aangezien het belang van de toezichthouder bij publicatie slechts wijkt voor het belang van de betrokken partijen in geval van “onevenredige” schade, is het College van oordeel dat het in zodanig geval om een individuele, bijzondere situatie dient te gaan, waarbij de door de financiële onderneming als gevolg van de publicatie te verwachten schade zodanig uitzonderlijk is dat het belang van de bescherming van de markt daarvoor moet wijken.”*⁵⁸ (onderstreeping toegevoegd, AFM)

⁵⁸ CBb 22 januari 2015, ECLI:NL:CBB:2015:6, r.o. 7.3.

130. Uit deze overweging volgt dat de enkele omstandigheid dat er schade zou worden geleden, geen reden is om geanonimiseerd te publiceren. Voorts volgt uit het citaat dat het uitgangspunt van artikel 1:97 Wft is dat publicatie met naam en toenaam plaatsvindt. De AFM is van oordeel dat in casu geen sprake is van een individuele bijzondere situatie, waarbij de te verwachte schade uitzonderlijk is. Lexon heeft haar stelling op dit punt ook niet onderbouwd. Dat de identiteit van de bestuurders en kernpersoneel in Spanje publiekelijk bekend zijn, is geen individuele, bijzondere, situatie. De boete is opgelegd aan de onderneming, niet aan een aandeelhouder, een bestuurder of personeel. Over hun (mogelijke) aandeel in de overtreding is in het Boetebesluit ook niets opgenomen. Overigens is ook in Nederland via het register van de Kamer van Koophandel persoonlijke informatie over bestuurders te achterhalen. Ook daarbij is geen sprake van een individuele, bijzondere, situatie die aanleiding geeft tot anonieme publicatie.
131. De AFM acht voorts de (reputatie)schade die Lexon of andere betrokken partijen mogelijk ondervinden door de niet-geanonimiseerde publicatie niet onevenredig in verhouding tot de met de publicatie te dienen doelen. Die doelen zijn gelegen in zowel het informeren als het waarschuwen van het publiek.⁵⁹ Die doelen blijven onverkort van belang, ongeacht het door Lexon geschetste tijdsverloop. De omstandigheid dat Lexon haar activiteiten, zoals zij zelf stelt, heeft gestaakt sinds 2013 doet hieraan niets af. Hiermee stelt Lexon immers dat zij thans geen overtreding meer begaat. Indien die omstandigheid tot anonieme publicatie zou leiden, zou het in voorgaand randnummer genoemde uitgangspunt van artikel 1:97 Wft een dode letter zijn. Dat kan niet de bedoeling van de wetgever zijn geweest.
132. De AFM merkt op dat de Vroegtijdige Publicatie geen punitieve sanctie is. De wetgever heeft dit expliciet overwogen.⁶⁰ Voorts volgt dit uit vaste jurisprudentie.⁶¹ Het beroep van Lexon op het EVRM in dat kader kan dan ook niet worden gevolgd. Zij baseert dit beroep op wetsgeschiedenis, waarin de conclusie zou zijn opgenomen dat de Vroegtijdig Publicatie geen stand zou houden bij het EHRM.⁶² Die conclusie is echter niet in die wetsgeschiedenis opgenomen. Bovendien ziet die wetsgeschiedenis niet op de Vroegtijdige Publicatie, maar op de openbare waarschuwing als bedoeld in artikel 1:94 Wft die een heel ander karakter heeft dan de publicatie van een boete.⁶³ Uit de wetsgeschiedenis noch uit andere rechtsbronnen volgt dat de Vroegtijdige Publicatie in strijd zou zijn met het EHRM.

⁵⁹ Zie *Kamerstukken II* 2005-2006, 29 708, nr. 19. p. 420.

⁶⁰ Zie *Kamerstukken II* 2005-2006, 29 708, nr. 19. p. 302 en 420.

⁶¹ Zie Rb. Rotterdam 17 oktober 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:9271, r.o. 11 en 31 juli 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:5635, r.o. 11.2.

⁶² Lexon verwijst in haar bezwaarschrift naar *Kamerstukken II*, 2005-2006, 29 708, nr. 19, pagina 417.

⁶³ In de kamerstukken wordt nog verwezen naar de openbare waarschuwing in artikel 1:78. De openbare waarschuwing is door henummering reeds opgenomen in artikel 1:94 Wft.

133. Gelet op voorgaande randnummers 127 tot en met 132, ziet de AFM geen reden om van het uitgangspunt dat publicatie niet geanonimiseerd dient plaats te vinden af te wijken. Na heroverweging is de AFM daarom van oordeel dat het Boetebesluit niet geanonimiseerd gepubliceerd dient te worden. Deze grond treft geen doel.

V. Besluit

134. De AFM heeft besloten het Boetebesluit te herroepen voor zover het hoogte van de boete betreft en laat het besluit voor het overige in stand, waaronder de Vroegtijdige Publicatie. De motivering van het bestreden besluit is aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen. De boete is hiermee gematigd tot € 10.000,-.

VI. Publicatie

135. De AFM heeft besloten de Vroegtijdige Publicatie in stand te laten. De Voorzieningenrechter heeft die publicatie echter geschorst tot zes weken na de datum van bekendmaking van deze beslissing op bezwaar. De AFM zal daarom niet eerder tot de feitelijke Vroegtijdige Publicatie overgaan, dan nadat die schorsing is vervallen.
136. Op grond van artikel 1:97, vijfde lid, Wft, is de AFM gehouden het instellen van bezwaar of beroep tegen het Boetebesluit alsmede de uitkomst daarvan zo spoedig mogelijk bekend te maken. Daarbij moet op grond van het vierde lid van artikel 1:97 Wft worden beslist of publicatie al dan niet anoniem zal gebeuren. De AFM zal hierover na het verzenden van deze beslissing op bezwaar een separate beslissing nemen. Zij zal Lexon over deze beslissing informeren door middel van een voorgenomen besluit tot publicatie, waar Lexon door middel van een zienswijze op kan reageren. Nu de hoogte van de boete in bezwaar is gematigd, zal de AFM de publicatietekst zoals opgenomen in het Boetebesluit wijzigen. De aangepaste publicatietekst zal in het hiervoor beschreven voornemen worden opgenomen. Uit oogpunt van zorgvuldigheid zal de AFM de Vroegtijdige Publicatie laten samenvallen met de publicaties op grond van artikel 1:97, vijfde lid, Wft.

VII. Geen vergoeding kosten

137. Lexon stelt dat zij ten onrechte [REDACTED] aan kosten heeft moeten maken om zich te kunnen verdedigen in “*de procedure*” en verzoekt om vergoeding van die kosten.⁶⁴ Voor zover Lexon daarmee verzoekt om de kosten die zij in bezwaar heeft moeten maken, wijst de AFM dat verzoek af. De bezwaren die Lexon heeft aangevoerd leiden namelijk niet tot het oordeel dat het Boetebesluit onrechtmatig is. Na heroverweging is de AFM van oordeel dat er sprake is van een ernstige en verwijtbare overtreding waarvoor een boeteoplegging van € 100.000,- gepast en geboden is. De boete wordt enkel gematigd tot een bedrag van € 10.000,-, omdat er eerst in bezwaar is gebleken van

⁶⁴ Randnummer 4, Aanvullende gronden Bezwaar.

een beperkte financiële draagkracht. Die beperkte draagkracht is veroorzaakt door [REDACTED] die eerst na het Boetebesluit kenbaar is geworden voor de AFM. Daar heeft de AFM dus eerst in bezwaar rekening mee kunnen houden. De herroeping van het Boetebesluit heeft daarom geen grondslag in een aan de AFM te wijten onrechtmatigheid, zoals wel is vereist voor een vergoeding door de AFM van de kosten die Lexon in verband met de behandeling van het bezwaar redelijkerwijs heeft moeten maken. De AFM wijst het verzoek van Lexon daartoe dan ook af.

VIII. Rechtsgangverwijzing

138. 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]
Hoofd
Juridische Zaken

[was getekend]
Bestuurslid

Bijlagen [niet opgenomen]:

- 1) Verslag van de hoorzitting in bezwaar
- 2) Visualisatie orderboeken: pump and dump, trash and cash
- 3) Visualisatie orderboeken: wash trades
- 4) Tabellen naar aanleiding van het [A]-rapport