

**Openbare versie**  
Clifford Chance LLP

[REDACTED]  
Droogbak 1A  
1013 GE AMSTERDAM

Datum 17 augustus 2017  
Ons kenmerk [REDACTED]  
Pagina 1 van 22  
Telefoon -----  
E-mail -----@afm.nl  
Betreft Beslissing op bezwaar B.A van Doorn &  
Comp. B.V.

Geachte [REDACTED], geachte [REDACTED],

Bij besluit van 19 april 2017 met kenmerk [REDACTED] (**het Boetebesluit**) heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aan B.A. van Doorn & Comp. B.V. (**Van Doorn**) een bestuurlijke boete opgelegd wegens het niet (onverwijld) aan de AFM melden van een redelijk vermoeden dat een transactie ter zake waarvan Van Doorn in Nederland werkzaamheden heeft verricht in strijd is met het verbod op het gebruik van voorwetenschap. Dit betreft een overtreding van artikel 5:62, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**)(oud).<sup>1</sup> Tegen het Boetebesluit heeft u namens Van Doorn bezwaar gemaakt. De AFM heeft besloten het Boetebesluit in stand te laten. In deze brief wordt uitgelegd hoe de AFM tot haar oordeel is gekomen.

De beslissing op bezwaar is als volgt opgebouwd. In paragraaf I beschrijft de AFM de procedure. Paragraaf II bevat de relevante feiten en omstandigheden. In paragraaf III beschrijft de AFM kort de gronden van bezwaar en in paragraaf IV geeft de AFM een beoordeling van de gronden van bezwaar. In paragraaf V staat het besluit van de AFM. Tot slot bevat paragraaf VI de rechtsgangverwijzing.

## I. Procedure

1. De AFM heeft op 19 april 2017 het Boetebesluit genomen, waarmee aan Van Doorn een bestuurlijke boete van € 50.000 is opgelegd wegens overtreding van artikel 5:62, eerste lid, Wft (**de Meldingsplicht**)(oud).
2. Bij brief van 30 mei 2017 heeft u namens Van Doorn bezwaar gemaakt tegen het Boetebesluit (**het Bezwaarschrift**).

---

<sup>1</sup> Artikel 5:62 Wft is per 11 augustus 2016 vervallen, zie *Stb.* 2016, 297.

Datum 17 augustus 2017  
Ons kenmerk [REDACTED]  
Pagina 2 van 22

3. Bij brief van 22 juni 2017 heeft u aangegeven dat Van Doorn geen gebruik wenst te maken van haar recht om gehoord te worden.
4. Op 10 juli 2017 heeft de AFM u een brief gestuurd met de mededeling dat zij niet binnen de wettelijke termijn zal kunnen beslissen en dat de AFM daarom gebruik heeft gemaakt van de mogelijkheid om de beslissing op bezwaar te verdagen met zes weken op grond van artikel 7:10, derde lid, Algemene wet bestuursrecht (Awb) tot en met 25 augustus 2017.

## II. Feiten en omstandigheden

Deze beslissing op bezwaar is gebaseerd op de feiten, zoals die zijn opgenomen in het definitieve onderzoeksrapport met kenmerk [REDACTED] (**het Onderzoeksrapport**), dat op 2 januari 2017 met het voornemen tot boeteoplegging met kenmerk [REDACTED] aan Van Doorn is verzonden (**het Boetevoornemen**), en zoals die zijn opgenomen in het Boetebesluit. Deze feiten moeten hier, voor zover zij niet reeds zijn herhaald, als herhaald en ingelast worden beschouwd.

## III. Bezwaar

Alvorens in te gaan op de bezwaargronden, merkt de AFM het volgende op. Van Doorn verzoekt in het Bezwaarschrift onder randnummer 4 om haar reactie van 1 juni 2016 op het concept-onderzoeksrapport van 28 april 2016 en haar zienswijze van 8 februari 2017 op het Boetevoornemen van 2 januari 2017 als integraal onderdeel van haar bezwaar te beschouwen en deze stukken en daarin verwoorde bezwaren mee te nemen in de heroverweging van het Boetebesluit. De reactie en zienswijze richten zich echter niet tegen het Boetebesluit maar tegen het concept-onderzoeksrapport en het Boetevoornemen. Bij het opstellen van het Onderzoeksrapport heeft de AFM rekening gehouden met de reactie en in het Boetebesluit is de AFM ingegaan op de zienswijze en heeft zij uitgebreid en gemotiveerd gereageerd op de zienswijze. Naar het oordeel van de AFM had Van Doorn in het Bezwaarschrift duidelijk dienen te maken welke specifieke onderdelen van de reactie en de zienswijze nog relevant zijn in de onderhavige bezwaarprocedure en in welk opzicht de AFM ontoereikend zou hebben gereageerd op de standpunten van Van Doorn als naar voren gebracht in de reactie en de zienswijze. Een enkele verwijzing naar de reactie en de zienswijze is daartoe niet voldoende om te spreken van een bezwaargrond waar de AFM op dient in te gaan.<sup>2</sup> Voor zover Van Doorn in het Bezwaarschrift naar specifieke punten van de reactie of zienswijze verwijst en aangeeft waarom de AFM ontoereikend zou hebben gereageerd op deze standpunten, gaat de AFM hieronder op deze standpunten in.

5. Samengevat en zakelijk weergegeven bevat het Bezwaarschrift de volgende gronden:
  - A. Een deugdelijke grondslag voor boeteoplegging ontbreekt.
  - B. Van Doorn heeft een deugdelijke judgement call gemaakt.

---

<sup>2</sup> Vergelijkbaar met CBB 21 april 2015, ECLI:NL:CBB:2015:132 en CBB 31 mei 2012, ECLI:NL:CBB:2012:BW7462.

- C. De voorliggende omstandigheden leiden niet tot een redelijk vermoeden.  
D. De AFM heeft de redelijkheid van het Boetebesluit onvoldoende gemotiveerd.  
E. De hoogte van de boete is niet te rechtvaardigen.  
F. Onzorgvuldige belangenafweging door het ontbreken van een oordeel over publicatie.
6. Alvorens op deze bezwaargronden in te gaan, licht de AFM voorts toe hoe zij tot haar oordeel komt dat Van Doorn een redelijk vermoeden had dat de aankooptransactie van aandelen [D] door [A] op [datum X] (**de Transactie**) werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.
7. De Meldingsplicht, zoals opgenomen in artikel 5:62, eerste lid, Wft (oud), luidt als volgt:  
*“Een beleggingsonderneming die een redelijk vermoeden heeft dat een transactie of een opdracht tot een transactie terzake waarvan zij in of vanuit Nederland werkzaamheden verricht in strijd is met artikel 5:56, eerste of derde lid, of 5:58, eerste lid, meldt dit vermoeden onverwijld aan de Autoriteit Financiële Markten.”*
8. Van Doorn kwalificeert als beleggingsonderneming in de zin van artikel 1:1 Wft en beschikt sinds 6 juni 2000 over een vergunning als bedoeld in artikel 2:96, eerste lid, Wft. Op [datum X] heeft Van Doorn voor [A] een kooporder in aandelen [D] uitgezet bij [C]. Diezelfde dag is de Transactie door [C] uitgevoerd.
9. De AFM is van oordeel dat Van Doorn een redelijk vermoeden had dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap (artikel 5:56, eerste lid, Wft oud<sup>3</sup>), gelet op de volgende omstandigheden in samenhang bezien:  
(i) de omstandigheden rond de dienstverlening van Van Doorn aan [A], waaronder het feit dat Van Doorn in de ochtend voor de Transactie op [datum X] om 10:15 uur een e-mail heeft gestuurd naar [A] waarin zij aangeeft een belegging in [D] als uitermate speculatief te zien wegens [REDACTED] en het feit dat [A] desondanks diezelfde dag om 12:02 uur toch de opdracht geeft tot aankoop van aandelen [D];  
(ii) de bekendheid van Van Doorn met de jarenlange relaties tussen [B] ([REDACTED]) en [D] en [REDACTED] [M] en tussen [B] [REDACTED] en de branche kennis van [B]; en  
(iii) de bekendheid van Van Doorn met [REDACTED].
10. Hierna zullen de voorgenoemde omstandigheden nader worden toegelicht. Daarbij merkt de AFM het volgende op. De Meldingsplicht bevordert het toezicht van de AFM, het is immers een bron van signalen voor eventuele onderzoeken door de AFM naar het gebruik van voorwetenschap of marktmisbruik. Beleggingsondernemingen die moeten voldoen aan de Meldingsplicht hoeven dan ook niet te bewijzen dat er daadwerkelijk sprake is van het gebruik van voorwetenschap of van marktmanipulatie, voldoende is dat er voor het vermoeden een redelijke grond bestaat. Hiertoe dient ieder geval afzonderlijk beoordeeld te worden en dienen alle omstandigheden van het geval door de beleggingsonderneming in aanmerking

<sup>3</sup> Artikel 5:56 Wft is per 11 augustus 2016 vervallen, zie *Stb.* 2016, 297.

genomen te worden. Zo kunnen sommige transacties op zichzelf niet verdacht lijken, terwijl ze in combinatie met andere transacties, een bepaalde gedraging of andere informatie wel een redelijk vermoeden van gebruik maken van voorwetenschap of marktmanipulatie opleveren.<sup>4</sup> Het is dan ook de combinatie van voornoemde omstandigheden in samenhang bezien, welke naar het oordeel van de AFM bij Van Doorn een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap opleverden, welk vermoeden Van Doorn onverwijld aan de AFM had moeten melden.

11. (i) Ten aanzien van de omstandigheden rond de dienstverlening van Van Doorn aan [A], merkt de AFM het volgende op. Tussen Van Doorn en [A] is [REDACTED] een adviesovereenkomst gesloten. Beide partijen komen twee tot drie keer per jaar samen voor een beleggingsvergadering. [REDACTED] kent Van Doorn [B] al langer, [REDACTED] was er contact tussen hen.<sup>5</sup>
12. [A] heeft een voorkeur voor beleggingen in aandelen van bedrijven die actief zijn binnen [REDACTED].<sup>6</sup> Het aandeel [D] is voor [datum X] meerdere keren ter sprake gekomen tussen Van Doorn en [A], in ieder geval tijdens de beleggingsvergaderingen van [REDACTED], [REDACTED] en [REDACTED].<sup>7</sup> De AFM is evenwel niet gebleken dat [A] eerder tot aankoop van aandelen [D] is overgegaan.
13. In de ochtend van [datum X] om 10:15 uur wijst Van Doorn [A] op de volgende ontwikkeling met betrekking tot [D]: *"Er is grote onzekerheid over [REDACTED] [D]. [REDACTED]*  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]. (...)"  
Van Doorn concludeert in deze e-mail van [datum X], 10:15 uur voorts: *"De grote koersstijging van gisteren is volgens B.A. van Doorn & Comp vooral te verklaren door het koopadvies van [L] en [REDACTED]*  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]. *Vanwege deze onzekerheid zien wij een belegging in [D] als uitermate speculatief."*
14. Ondanks deze berichtgeving van Van Doorn, heeft [F], secretaresse van [B], kort daarna op verzoek van [B] voor rekening van [A] per e-mail van 12:02 uur aan Van Doorn opdracht gegeven tot het aangaan van de Transactie. Zij gaf de opdracht om voor [bedrag] aandelen [D] te kopen en, om de aankoop mogelijk te

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 39.

<sup>5</sup> Reactie van Van Doorn van 1 juni 2016 op het concept-onderzoeksrapport, p. 7-8.

<sup>6</sup> Zienswijze van Van Doorn van 8 februari 2017 op het boetevoornemen, p. 10.

<sup>7</sup> Reactie van Van Doorn van 1 juni 2016 op het concept-onderzoeksrapport, p. 7. Zie ook de bijlage 'Uitwerking beleggingsideeën [REDACTED]' bij de reactie van 21 mei 2015 van Van Doorn.

Datum 17 augustus 2017  
Ons kenmerk [REDACTED]  
Pagina 5 van 22

maken, om voor hetzelfde bedrag [REDACTED] te verkopen.<sup>8</sup> Van Doorn zet hierop de order ‘Kopen [aantal] stukken [D]’ bij [C] uit, welke dezelfde dag is uitgevoerd.

15. [G], beleggingsadviseur bij Van Doorn, heeft over de timing van uitvoering van de Transactie op [datum X] het volgende telefonisch aan [C] laten weten: “Wij laten eigenlijk altijd de uitvoering gewoon aan jullie over wij hebben, volgens [REDACTED] best execution, en ehh dus het is aan jullie, [REDACTED] wij willen wel vandaag [REDACTED]” (...) “dan doe je hem gewoon in vier dat zou ook kunnen maar ik denk dat wij wel voor half zes [REDACTED]”.<sup>9</sup> Dezelfde dag om 13:53 uur stuurt [C] per e-mail een bevestiging dat de Transactie door [C] is uitgevoerd tegen een gemiddelde koers van [bedrag].<sup>10</sup>
16. Ondanks de door Van Doorn verstrekte informatie over [REDACTED] [D] en de kwalificatie van een belegging in aandelen [D] als “uitermate speculatief”, gaf [A] kort daarna de opdracht tot het aangaan van de Transactie. Deze omstandigheid leidt in samenhang gezien met de overige omstandigheden, waaronder de bekendheid van Van Doorn met de relaties en de branchekennis van [B] [REDACTED] [REDACTED], tot het oordeel dat Van Doorn een redelijk vermoeden had dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap. Van Doorn had dit vermoeden onverwijld aan de AFM moeten melden.
17. (ii) Over de relaties tussen [A], [B], [D] [REDACTED], het volgende. [B], zelfstandig bevoegd bestuurder van [A], en [M], [REDACTED], kennen elkaar al geruime tijd [REDACTED] [REDACTED] bestaat een langjarige relatie tussen [REDACTED], daar zij [REDACTED] [REDACTED]
18. Er bestaat eveneens een relatie tussen [REDACTED] [REDACTED], en [B] ([REDACTED] [REDACTED]). [B] is [REDACTED] [I], die [REDACTED] [REDACTED] [J], [REDACTED].<sup>11</sup> [J], [I] [REDACTED] verkeren voorts in [REDACTED] [REDACTED].<sup>12</sup>

<sup>8</sup> E-mail van [datum X] van [F] aan [G] (onderwerp: [D]) bij de reactie van 26 februari 2015 van Van Doorn.

<sup>9</sup> Tapes van het telefoongesprek van [datum X] tussen [G] en [H] (‘we willen wel vandaag [REDACTED]’) bij de reactie van 7 januari 2015 van [C].

<sup>10</sup> E-mail van [datum X] van [H] aan [G] (onderwerp: Uitvoering) bij de reactie van 7 januari 2015 van [C].

<sup>11</sup> Blijkens het telefoongesprek van [REDACTED] tussen [B], [E] en [F].

<sup>12</sup> [REDACTED]

Datum 17 augustus 2017

Ons kenmerk [REDACTED]

Pagina 6 van 22

19. Eerder zijn deze connecties voor Van Doorn aanleiding geweest om [B] te vragen of [B] mogelijk over voorwetenschap beschikte in het kader van een belegging in [REDACTED], tijdens een telefoongesprek tussen Van Doorn en [B] op [REDACTED]. Van Doorn noemt in dit gesprek [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED] [I], het gegeven dat [REDACTED] [I] en dat [REDACTED] [J]. [B] reageert hierop ontkennend en de transactie [REDACTED] wordt op [REDACTED] uitgevoerd. Van Doorn was derhalve op de hoogte van de connecties van [B] en deze waren voor haar eerder aanleiding om in het kader van een aandelenaankoop vragen omtrent voorwetenschap te stellen. De AFM is van oordeel dat de connecties van [B], waarvan Van Doorn op de hoogte was, in samenhang gezien met de overige omstandigheden, bij Van Doorn tot een redelijk vermoeden leidden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap en dat Van Doorn dit onverwijld had moeten melden bij de AFM.
20. (iii) Voorts leidde [REDACTED] naar het oordeel van de AFM, in samenhang gezien met voornoemde omstandigheden, tot een redelijk vermoeden dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap werd verricht. Op [datum X] [REDACTED] [REDACTED] Op [datum X] sloot de koers van het aandeel [D] op [bedrag]. Op de hierop eerstvolgende handelsdag op [datum Y] opent de koers van het aandeel aanzienlijk hoger dan de slotkoers op [datum X], namelijk op [bedrag]. [datum Y] sluit de koers van het aandeel [D] meer dan [percentage] hoger dan de slotkoers op [datum X], namelijk op [bedrag]. Van Doorn merkt op [datum Y] om 9:40 uur hierover het volgende op in een e-mail aan [A]: *“Beste [F], jullie hebben het waarschijnlijk al gezien, maar [D] noteert [percentage] hoger op [bedrag] [REDACTED] [REDACTED]. (...)”* Van Doorn was derhalve op de hoogte van [REDACTED] en van de koersstijging die hierop volgde en stuurde hierover voorgenoemde e-mail naar [A]. De AFM is van oordeel dat deze omstandigheid, in samenhang gezien met voornoemde omstandigheden, tot een redelijk vermoeden leidde dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap en Van Doorn dit op grond van de Meldingsplicht onverwijld had moeten melden bij de AFM.

#### IV. Beoordeling van de bezwaargronden A tot en met F

##### A. Een deugdelijke grondslag voor boeteoplegging ontbreekt

21. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 22 tot en met 24 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
22. De invulling en de toepassing van het begrip ‘redelijk vermoeden’ in de relevante wet- en regelgeving is zodanig onduidelijk dat het rechtszekerheids- en lex certa beginsel aan boeteoplegging op grond van artikel 5:62, eerste lid, Wft in de weg staan.

23. Reeds in de zienswijze die Van Doorn op het Boetevoornemen heeft gegeven, is stilgestaan bij de onduidelijkheid die bestaat omtrent de invulling en toepassing van het bestanddeel 'redelijk vermoeden'. De wetgever heeft erkend dat behoefte kan bestaan aan nadere uitwerking van het bestanddeel 'redelijk vermoeden'. Ook zijn in de Tweede Kamer vragen gesteld over verduidelijking van het bestanddeel 'redelijk vermoeden' en heeft het Economisch en Sociaal Comité gesteld dat het bestanddeel 'redelijk vermoeden' aanscherping en specificatie behoeft. Dit bestanddeel is door de wetgever echter nooit nader uitgewerkt en ook Europese regelgeving verduidelijkt dit bestanddeel niet. Evenmin bestaat er jurisprudentie waaruit de juiste invulling en toepassing van de Meldingsplicht bij een redelijk vermoeden valt af te leiden. Hierdoor is het voor marktpartijen onvoldoende duidelijk waar zij aan toe zijn en om deze reden is de AFM niet bevoegd om in onderhavige situatie sanctionerend op te treden.
24. De AFM gaat in het Boetebesluit ten onrechte niet in op de vraag wanneer er sprake zou moeten zijn van een redelijk vermoeden. In het Boetebesluit vermeldt de AFM in dit kader enkel dat Van Doorn uit de relevante wetgeving kon opmaken dat zij bij het bestaan van een redelijk vermoeden aan de AFM dient te melden. Hierdoor heft de AFM strijdigheid met het rechtszekerheidsbeginsel en het lex-certa beginsel dan ook niet op. De impact van de vaagheid van de norm is bovendien ten onrechte niet betrokken bij de beoordeling van de passendheid van de boete.

#### Reactie AFM

25. De AFM deelt niet de stelling van Van Doorn dat een deugdelijke grondslag voor boeteoplegging ontbreekt en onderbouwt dit als volgt.
26. In artikel 1:80, eerste lid, onderdeel a, Wft (oud) in samenhang met de bijlage bij dit artikel (oud) is bepaald dat de AFM een bestuurlijke boete kan opleggen terzake van overtreding van artikel 5:62, eerste lid, Wft (oud). Hiermee is op een voor beleggingsondernemingen zoals Van Doorn toegankelijke wijze bij wet in formele zin bepaald dat overtreding van artikel 5:62, eerste lid, Wft (oud) kan leiden tot het opleggen van een bestuurlijke boete en is de boetebevoegdheid voor de AFM in geval van overtreding van artikel 5:62, eerste lid, Wft (oud) gegeven.
27. Ten aanzien van de stelling van Van Doorn dat de toepassing van het begrip 'redelijk vermoeden' zodanig onduidelijk is dat het rechtszekerheidsbeginsel en het lex certa beginsel aan boeteoplegging in de weg staan, merkt de AFM het volgende op. In artikel 5:62, eerste lid, Wft (oud) is op heldere wijze omschreven dat Van Doorn een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap, overtreding van artikel 5:56, eerste lid, Wft (oud), onverwijld aan de AFM dient te melden indien zij terzake van de transactie in of vanuit Nederland werkzaamheden heeft verricht. Voor Van Doorn was derhalve kenbaar dat zij een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap onverwijld aan de AFM diende te melden. Het lex-certa beginsel noch het rechtszekerheidsbeginsel vereist dat uit de bepaling uitputtend volgt wanneer er exact sprake is van een redelijk vermoeden. Deze beginselen doen dan ook niet af aan het feit dat voor Van Doorn kenbaar was dat zij een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap onverwijld aan de AFM

diende te melden.<sup>13</sup> Of er sprake is van een redelijk vermoeden dient immers in ieder concreet geval afzonderlijk beoordeeld te worden met inachtneming van de omstandigheden van het geval, zoals ook volgt uit de hieronder omschreven guidance die ten aanzien van de Meldingsplicht is gegeven.

28. Het bestanddeel 'redelijk vermoeden' is uitgewerkt in de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken<sup>14</sup>, door te bepalen dat per geval beoordeeld dient te worden of er sprake is van een redelijk vermoeden dat een transactie handel met voorwetenschap of marktmanipulatie inhoudt, rekening houdend met de op handel met voorwetenschap of marktmanipulatie wijzende elementen<sup>15</sup> wat de definities van voorwetenschap en marktmanipulatie betreft.<sup>16</sup>
29. Verder heeft het Committee of European Securities Regulators (CESR) guidance gegeven ten aanzien van de Meldingsplicht. Zij heeft een niet-limitatief overzicht gegeven van verschillende indicaties die erop kunnen wijzen dat er sprake is van handel met voorwetenschap of marktmanipulatie.<sup>17</sup> Daarbij heeft zij het volgende opgenomen: *"It should be emphasised that the notification regime laid down by the Directive requires that persons subject to it decide on a case-by-case basis where there are reasonable grounds for suspicion concerning the relevant transaction. The indications given below are therefore neither exhaustive (a particular transaction may be suspicious even if it matches none of the indications) nor determinative (a transaction may not necessarily be suspicious simply because it matches one or more of the indications). The indications are therefore merely a starting point and firms need to exercise their judgement and consider the particular circumstances of the case before deciding whether or not to report."* (onderstreping AFM).
30. Bovendien heeft CESR in dit kader verduidelijkt dat beleggingsondernemingen transacties niet enkel dienen te melden wanneer deze bij de uitvoering daarvan verdacht zijn, maar eveneens wanneer transacties in samenhang met nieuwe gebeurtenissen en/of informatie achteraf bezien verdacht zijn.<sup>18</sup>
31. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

## **B. Van Doorn heeft een deugdelijke judgement call gemaakt**

---

<sup>13</sup> Kamerstukken II 2011/12, 33 244, nr. 4, p. 5.

<sup>14</sup> Richtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG.

<sup>15</sup> Zoals bedoeld in de artikelen 1 tot en met 5 van Richtlijn 2003/6/EG en in Richtlijn 2003/124/EG(6) van de Commissie tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG.

<sup>16</sup> Artikel 7 Richtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG. En zie ook Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 20.

<sup>17</sup> The Committee of European Securities Regulators, *Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, CSDR/04-505b.

<sup>18</sup> Zie voetnoot 8 en zie ook Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 39.



32. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 33 tot en met 40 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
33. Niet ieder vermoeden van handel met gebruikmaking van voorwetenschap hoeft te worden gemeld, het moet gaan om een 'redelijk' vermoeden en men moet voldoende aanwijzingen hebben dat een transactie marktmisbruik kan inhouden. De eis van een redelijk vermoeden legt een drempel voordat gemeld moet worden.
34. Van Doorn heeft op basis van de volgende omstandigheden een deugdelijke judgement call gemaakt dat er in dit specifieke geval geen aanleiding tot een redelijk vermoeden bestond: (i) haar relatie met [A] (ii) de gebruikelijke wijze waarop de Transactie in aandelen [D] tot stand is gekomen (iii) het feit dat de aankoop past binnen de beleggingsstrategie en dat de omvang van de positie past binnen de portefeuille en (iv) het feit dat de omstandigheden die in de paar beschikbare guidance-documenten worden opgevoerd als voorbeelden van een mogelijk redelijk vermoeden zich in het onderhavige geval niet voordoen.
35. De cliëntrelatie met [A] laat zien dat Van Doorn een aanvaardbare judgement call heeft gemaakt (i). Het feit dat [A] professioneel actief is binnen een bepaalde sector kan in alle redelijkheid niet leiden tot het vermoeden van handel met voorwetenschap. [A] is zich bewust van haar positie, haar contacten en haar reputatie en is ermee bekend dat handel met voorkennis strafbaar is. In het telefoongesprek met [B] van [REDACTED] heeft Van Doorn er voor alle zekerheid, ter borging van het verbod tot handel met voorwetenschap, op gewezen dat er geen transacties worden verricht indien [A] zou beschikken over enige gevoelige informatie. Dit gesprek kan in redelijkheid niet tot een vermoeden van handel met voorwetenschap in [REDACTED] hebben geleid.
36. De Transactie is op gebruikelijke wijze tot stand gekomen (ii). Uit de adviesovereenkomst volgt dat [A] Van Doorn zal benaderen over mogelijke transacties en Van Doorn op haar beurt [A] van tijd tot tijd zelfstandig zal benaderen met adviezen over mogelijke transacties. [A], in het bijzonder [B], heeft een lange historie als belegger en beschikt over de kennis om zelf beleggingsbeslissingen te kunnen nemen en bijbehorende risico's in te schatten. De eindverantwoordelijkheid over alle beleggingsbeslissingen ligt bij [A] en het staat [A] vrij om in afwijking van het advies van Van Doorn te handelen, zoals ook uit de door Van Doorn aan de AFM overlegde stukken blijkt.
37. Voorts volgde [A] het aandeel [D] al geruime tijd voorafgaand aan de Transactie. [D] is als beleggingsidee onder andere ter sprake gekomen tijdens de vergadering van [REDACTED], [REDACTED] en [REDACTED]. Van Doorn heeft uitwerkingen van de beleggingsideeën gemaakt, waarin [D] meermaals aan bod komt. Bovendien was er ook [REDACTED]. De Transactie was een gevolg van eerdere analyses met betrekking tot [D] en van publiek beschikbare informatie.
38. De aankoop past binnen de beleggingsstrategie en de omvang van de positie past binnen de portefeuille (iii). Uit de portefeuille en de normale handelswijze van [A] wordt duidelijk dat haar voorkeur uitgaat naar

Datum 17 augustus 2017

Ons kenmerk [REDACTED]

Pagina 10 van 22

bedrijven die actief zijn binnen [REDACTED]. De aankoop van aandelen [D] past hierbinnen. [REDACTED]

[REDACTED]

en paste de aankoop binnen de beleggingsstrategie. Verder is in de adviesovereenkomst tussen [A] en Van Doorn opgenomen dat er gestreefd zal worden naar een weging van aandelen tussen de [percentage] en [percentage]. De positie in [D] maakte ten tijde van de aankoop [percentage] van de portefeuille uit en is daarmee in lijn met de beleggingsstrategie. Door waardeinstijging van de portefeuille van [A] in de periode van [REDACTED] en [REDACTED] en door de strategie die uitgaat van procentuele posities, zijn de absolute bedragen die per transactie geïnvesteerd worden sterk toegenomen. De absolute omvang van de Transactie in aandelen [D] was dan ook niet afwijkend.

39. De door guidance als mogelijk relevant aangewezen omstandigheden voor het vaststellen van een redelijk vermoeden ontbreken in dit specifieke geval (iv). Zo was er geen sprake van:
- een mededeling, e-mail of andere uiting van de kant van [A] aan Van Doorn waaruit op enige manier viel af te leiden dat [B] over gevoelige informatie beschikte;
  - een positie van enig bestuurslid van [A] (of hun naasten) bij de betrokken ondernemingen [D] [REDACTED];
  - een aanwijzing dat [B] bij [REDACTED] [D] aan tafel heeft gezeten toen het ging over het nemen van een belang in [D] of dat [B] een directe, nauwe connectie heeft met personen die over dergelijke gevoelige informatie beschikten;
  - een nieuwe, onbekende cliënt die een order plaatst;
  - tijdsdruk op de kooporder of een verzoek om de Transactie voor een bepaald tijdstip uit te voeren;
  - een uitschietende hoeveelheid aandelen ten opzichte van andere aandelenposities in de portefeuille of een uitschietend bedrag dat voor het aandelenpakket werd betaald in vergelijking tot andere aankooptransacties;
  - een eenzame handelsactiviteit, een relatief grote order of concentratie van orders terwijl andere beleggers stilzaten;
  - snel aankopen en verkopen van de aandelenpositie;
  - herhaling van transacties of andere [REDACTED] transacties van [B], gelieerde entiteiten [REDACTED] in aandelen [D], of van
  - een onverwacht binnenkomende of afwijkende kooporder.
40. In tegenstelling tot hetgeen de AFM stelt in het Boetebesluit, is voorgaande, in combinatie met het feit dat de Transactie in lijn lag met de normale gang van zaken in de adviesrelatie, wel degelijk van belang voor de beoordeling van de door Van Doorn gemaakte judgement call. Zeker gelet op het feit dat de AFM bij de beoordeling van het redelijk vermoeden aansluit bij diezelfde guidance-documenten.

Reactie AFM

41. De AFM deelt niet de stelling van Van Doorn dat zij een deugdelijke judgement call heeft gemaakt dat er geen aanleiding tot een redelijk vermoeden bestond en onderbouwt dit als volgt.
42. In randnummers 6 tot en met 20 van deze beslissing op bezwaar is reeds uiteengezet waarom de AFM van oordeel is dat de drie in randnummer 9 van deze beslissing op bezwaar genoemde omstandigheden in samenhang bezien tot een redelijk vermoeden leiden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap. Gelet op deze omstandigheden volgt de AFM niet de stelling van Van Doorn dat zij een deugdelijke judgement call heeft gemaakt op basis van haar relatie met [A]. In tegenstelling tot hetgeen Van Doorn aanvoert, stelt de AFM geenszins dat het enkele telefoongesprek tussen Van Doorn en [B] op [REDACTED] had moeten leiden tot een redelijk vermoeden van voorwetenschap in [REDACTED]. Uit dit telefoongesprek volgt echter wel dat Van Doorn op de hoogte was van de connecties van [B] binnen [REDACTED] en dat deze connecties eerder aanleiding zijn geweest om [B] te vragen of [B] mogelijk over koersgevoelige informatie beschikte [REDACTED]. De omstandigheid dat Van Doorn op de hoogte was van het feit dat [B] en [M] ([REDACTED]) elkaar al geruime tijd kennen, [D] [REDACTED] en [B] [REDACTED] [I], dat [REDACTED] [J], in samenhang bezien met de overige twee omstandigheden, leidde naar het oordeel van de AFM tot een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap. Van Doorn had dit vermoeden onverwijld aan de AFM moeten melden. Het feit dat Van Doorn [B] eerder heeft gewezen op zijn connecties [REDACTED] laat overigens onverlet dat deze kennelijke situatie ook ten tijde van deze specifieke transactie relevant is voor de beoordeling of er sprake was van een redelijk vermoeden.
43. Voor zover Van Doorn van mening is dat zij een deugdelijke judgement call heeft gemaakt omdat de Transactie op gebruikelijke wijze tot stand is gekomen, merkt de AFM het volgende op. Reeds sinds [REDACTED] bestaat tussen [A] en Van Doorn een adviesovereenkomst. Van Doorn heeft echter niet aangetoond dat [A] eerder dan op [datum X] na het ontvangen van een dergelijke visie van Van Doorn, inhoudende dat Van Doorn een belegging als uitermate speculatief ziet, toch overging tot de aankoop van aandelen. Enkel heeft Van Doorn e-mails overlegd waaruit blijkt dat zij [A] eerder wees op een bankrisico in het kader van het stallen van gelden op een spaarrekening, hetgeen [B] een verwaarloosbaar risico vond en waarna [B] de gelden toch op een spaarrekening heeft laten stallen, en dat zij [A] heeft aangeraden om een positie in [REDACTED] te verkleinen, waarop [B] heeft verzocht [REDACTED] in de gaten te houden en heeft besloten het aandeel nog aan te houden.<sup>19</sup> Beide gevallen zijn niet vergelijkbaar met de onderhavige transactie, omdat beiden niet zien op een advies van Van Doorn ten aanzien van de aankoop van aandelen inhoudende dat Van Doorn deze als uitermate speculatief ziet. Bij andere (voorgenomen) transacties dan die op [datum X], volgde [A] het advies van Van Doorn. Een voorbeeld hiervan is de voorgenomen aankoop van aandelen [REDACTED], waarbij Van Doorn aanraadt deze aankoop te

<sup>19</sup> Zie de e-mail van [REDACTED] van [G] aan [E] (onderwerp: RE: [A]) bij de reactie van 21 mei 2015 van Van Doorn (deel 1 – Emails [REDACTED]) en zie de E-mailwisseling tussen [REDACTED] tussen [F] en [E] en [G] (onderwerp: [REDACTED] [K]) bij de reactie van 21 mei 2015 van Van Doorn (deel 1- Emails [REDACTED]).

heroverwegen en in [REDACTED] te beleggen. [B] ging hier namens [A] mee akkoord.<sup>20</sup> Een ander voorbeeld is het verzoek van [B] om een moment van verkoop van [REDACTED] te bepalen, waarop Van Doorn aangaf geen redenen te zien deze transactie uit te stellen. [B] ging daarop akkoord met het verkopen van [REDACTED].<sup>21</sup>

44. Voor zover Van Doorn stelt dat zij een deugdelijke judgement call heeft gemaakt omdat de aankoop binnen de beleggingsstrategie van [A] past en de omvang van de positie binnen de portefeuille past, merkt de AFM het volgende op. De omvang van de Transactie en de [REDACTED] ingezette koersstijging zijn naar het oordeel van de AFM geen omstandigheden die bijdragen aan het redelijk vermoeden dat [A] in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap handelde. Voornoemde laat echter onverlet dat de drie in randnummer 9 van deze beslissing op bezwaar omschreven omstandigheden in samenhang bezien, naar het oordeel van de AFM desondanks voor Van Doorn onverkort tot een redelijk vermoeden leiden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.
45. Voor zover Van Doorn van mening is dat zij een deugdelijke judgement call heeft gemaakt omdat de door CESR in haar guidance<sup>22</sup> als mogelijk relevant aangewezen omstandigheden voor het vaststellen van een redelijk vermoeden in dit specifieke geval ontbreken, verwijst de AFM naar haar overwegingen hierover onder randnummers 10 en 27 tot en met 30 van deze beslissing op bezwaar. Ten overvloede merkt de AFM nogmaals op dat het eventueel ontbreken van omstandigheden genoemd in het CESR document, welke mogelijk tot een redelijk vermoeden leiden, niet tot de conclusie kan leiden dat er in dit geval geen sprake is van een redelijk vermoeden. Dit document is enkel bedoeld om guidance te geven ten aanzien van de Meldingsplicht, het overzicht van omstandigheden is niet limitatief noch dient het letterlijk opgevat te worden.
46. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

### C. De voorliggende omstandigheden leiden niet tot een redelijk vermoeden

47. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 48 tot en met 52 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
48. De AFM baseert haar oordeel dat sprake is van een redelijk vermoeden van gebruik van voorwetenschap in het Boetebesluit op slechts drie van de vijf omstandigheden die zij in het Boetevoornemen opwierp. De

<sup>20</sup> Zie de e-mailwisseling van [REDACTED] tussen [G] en [F] (onderwerp: aankooptransactie [A]) bij de reactie van 21 mei 2015 van Van Doorn (deel 1 – Emails [REDACTED]).

<sup>21</sup> Zie de e-mailwisseling van [REDACTED] tussen [G], [E] en [F] (onderwerp: [REDACTED]) bij de reactie van 21 mei 2015 van Van Doorn (deel 1 – Emails [REDACTED]).

<sup>22</sup> The Committee of European Securities Regulators, *Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, CSDR/04-505b.

omstandigheden ‘omvang van de transactie’ en ‘de opdracht tot de transactie ondanks de al eerder ingezette koersdaling’ zijn zonder uitleg weggelaten. De AFM had hiermee opnieuw moeten beoordelen of er nog voldoende grond was voor een redelijk vermoeden, oftewel of er sprake is van meer dan een simpel ‘vermoeden’. Het Boetebesluit geeft hiervan echter geen blijk.

49. Dat in dit geval een goede grond voor een redelijk vermoeden ontbreekt wordt onderschreven door de bevestiging van de AFM dat (i) het enkele feit dat [A] een voorkeur heeft voor beleggingen in bedrijven waarmee het naar haar aard bekend is en Van Doorn [A] op de risico's van de transactie heeft gewezen of (ii) het enkele feit dat [B] connecties heeft binnen [REDACTED] niet tot een redelijk vermoeden hoeft te leiden. Als gevolg hiervan wordt ook de waarde van twee van de overgebleven drie omstandigheden die de AFM aan het vermeende redelijk vermoeden ten grondslag legt, verder verkleind. De enige overgebleven omstandigheid, [REDACTED], is gelet op de door de AFM aangehaalde guidance geen omstandigheid die als zodanig aanleiding zou moeten geven tot een redelijk vermoeden.
50. Nu de AFM eerder tot haar oordeel kwam dat er sprake was een redelijk vermoeden op basis van vijf omstandigheden en er nu feitelijk één omstandigheid overblijft waarvan niet wordt gemotiveerd waarom deze omstandigheid tot een redelijk vermoeden had moeten leiden, bestaat er onvoldoende grond voor een redelijk vermoeden en derhalve voor boeteoplegging. Zeker nu niet wordt gemotiveerd waarom de overblijvende omstandigheid nog voldoende is voor een redelijk vermoeden van gebruik van voorwetenschap.
51. Het standpunt van de AFM dat niet is gebleken dat [A] eerder van de visie van Van Doorn afweek nadat deze op risico's had gewezen, wordt door de AFM zelf tegengesproken door verschillende voorbeelden te herhalen waarin [A] juist is afgeweken van het advies van Van Doorn en door te bevestigen dat een dergelijke afwijking op zichzelf niet hoeft te leiden tot een redelijk vermoeden. Het is dan ook onbegrijpelijk dat de AFM de afwijking van het advies meeneemt in haar beoordeling van de opvallendheid van de aankoop. Bovendien komen beleggingsideeën en de uiteindelijke beslissingen om te beleggen steeds uitdrukkelijk van [A].
52. Bovendien is het Boetebesluit onvoldoende gemotiveerd ten aanzien van de toelichting van Van Doorn die de AFM eenvoudigweg wegwijs. Zo wijst de AFM de visie van Van Doorn dat recente ontwikkelingen rondom het aandeel [D], waaronder het feit dat [REDACTED], het bericht dat [REDACTED] en het koopadvies van [L] van [REDACTED], contra-indicaties waren voor een redelijk vermoeden, van de hand door enkel terug te verwijzen naar eerder genoemde omstandigheden. Een dergelijke terugverwijzing zonder verdere uitleg kan niet anders dan onvoldoende worden geacht.

53. De AFM volgt niet het standpunt van Van Doorn dat de voorliggende omstandigheden niet leiden tot een redelijk vermoeden en licht dat hieronder toe.
54. De AFM heeft in het Boetebesluit beoordeeld of er sprake was van een redelijk vermoeden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap, welk vermoeden Van Doorn overeenkomstig de Meldingsplicht onverwijld aan de AFM diende te melden. Tevens heeft de AFM in randnummers 6 tot en met 20 van deze beslissing op bezwaar toegelicht waarom zij van oordeel is dat Van Doorn, gelet op de drie voornoemde omstandigheden in samenhang bezien, ten aanzien van de Transactie een redelijk vermoeden had dat deze in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap werd verricht.
55. De AFM heeft de door Van Doorn in haar zienswijze op het Boetevoornemen aangedragen argumenten zorgvuldig beoordeeld en is mede op basis hiervan tot het oordeel gekomen dat de omvang van de transactie en de [REDACTED] ingezette koersstijging van het aandeel [D] voor Van Doorn geen omstandigheden vormden die konden bijdragen aan het redelijk vermoeden dat [A] in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap handelde.
56. Sommige transacties kunnen wellicht op zichzelf niet direct verdacht lijken, terwijl ze in combinatie met andere transacties, bepaalde andere gedragingen of met andere informatie wel een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap of van marktmanipulatie opleveren, zo volgt uit de parlementaire geschiedenis ten aanzien van de Meldingsplicht en uit de door CESR gegeven guidance.<sup>23</sup> De AFM is, in lijn hiermee, van oordeel dat de drie in randnummer 9 van deze beslissing op bezwaar genoemde omstandigheden in het onderhavige geval in samenhang bezien tot een redelijk vermoeden leidden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.
57. [REDACTED] is gelet op voornoemde dan ook niet de enige overgebleven omstandigheid die aanleiding geeft tot een redelijk vermoeden. De drie voornoemde omstandigheden in samenhang bezien leveren naar het oordeel van de AFM een redelijk vermoeden op dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap is verricht, zoals reeds toegelicht in randnummers 6 tot en met 20. De stelling van Van Doorn dat de AFM niet motiveert waarom [REDACTED] als zodanig aanleiding zou moeten geven tot een redelijk vermoeden, snijdt dan ook geen hout nu deze omstandigheid naar het oordeel van de AFM niet als zodanig, maar in samenhang met de overige omstandigheden, aanleiding gaf tot een redelijk vermoeden dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap werd verricht, welk vermoeden Van Doorn onverwijld aan de AFM had moeten melden.

---

<sup>23</sup> *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 29 en The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CSDR/04-505b.*

58. Van Doorn is van mening dat de AFM de visie van Van Doorn dat recente ontwikkelingen rondom het aandeel [D] contra-indicaties waren voor een redelijk vermoeden onvoldoende gemotiveerd van de hand wijst, door enkel terug te verwijzen naar de drie relevante omstandigheden. Het feit dat [REDACTED] laat onverlet dat er gelet op de drie specifieke omstandigheden rondom deze specifieke transactie sprake was van een redelijk vermoeden dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap is verricht. Ten overvloede merkt de AFM op dat [REDACTED] [REDACTED]. Voorts doen [REDACTED] noch het koopadvies van [L] af aan het feit dat de drie omstandigheden die de AFM aan het Boetebesluit ten grondslag legt in samenhang bezien bij Van Doorn een redelijk vermoeden opleverden dat de Transactie werd verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.
59. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel. Voor zover Van Doorn stelt dat de AFM zichzelf tegensprekt ten aanzien van het afwijken van het standpunt van Van Doorn door [A], verwijst de AFM naar haar reactie hierop in randnummer 43 van deze beslissing op bezwaar.

#### **D. De AFM heeft de redelijkheid van het Boetebesluit onvoldoende gemotiveerd**

60. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 61 tot en met 63 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
61. Er kan geen boete opgelegd worden nu de AFM geen standpunt heeft ingenomen omtrent de ernst en verwijtbaarheid van de vermeende overtreding. De AFM weersprekt de stelling dat er geen standpunt omtrent ernst en verwijtbaarheid is ingenomen door in het Boetebesluit te verwijzen naar de (procedurele) eigenschappen van het Onderzoeksrapport en hetgeen in het Boetevoornemen is opgenomen omtrent het basisbedrag en dat bij een eventuele boeteoplegging rekening zal worden gehouden met onder meer de ernst en de duur van de overtreding, de mate van verwijtbaarheid van de overtreder en de draagkracht van de overtreder. Dit is echter onvoldoende om het niet meewegen van ernst en verwijtbaarheid bij boeteoplegging te rechtvaardigen.
62. Gelet op het handhavingsbeleid is het opleggen van een boete niet passend. De AFM dient voorts op basis van de toelichting bij het handhavingsbeleid ook de elementen die zien op het gedrag van de overtreder in brede zin mee te wegen in haar handhavingsbeslissing. Het gaat hierbij ook om de invloed van de genoemde factoren op de passendheid van boeteoplegging en boetehoogte. Factoren zoals compliance cultuur bij Van Doorn, het niet eerder beboet zijn, de onduidelijke norm en de interpretatie van de omstandigheden (waarop de AFM al deels is teruggelaten) zijn wel degelijk van belang. Zo heeft Van Doorn reeds benadrukt hoe zeer zij hecht aan naleving van wet- en regelgeving en hoe zij invulling geeft aan compliance. Immers zelfs in gevallen waarin sprake is van een overtreding, behoeft niet steeds te worden overgegaan tot boeteoplegging en evenmin tot een boete van de wettelijk bepaalde hoogte. De AFM

heeft onvoldoende gemotiveerd waarom deze andere factoren niet afdoen aan de redelijkheid van boeteoplegging.

63. Nu het handhavingsbeleid niet voorziet in een expliciete mogelijkheid om direct over te gaan tot oplegging van een formele maatregel, is hier voor de AFM geen reden toe. Met betrekking tot onder toezicht staande ondernemingen spelen een normoverdragend gesprek of een waarschuwing een belangrijke rol in de handhaving. Juist nu de onderhavige situatie een vage norm betreft, zou – als er al sprake zou zijn van een overtreding - een informele maatregel voor de hand liggen. Van Doorn is immers niet door de AFM gewezen op de norm en hoe daaraan invulling te geven en evenmin is zij voorafgaand aan boeteoplegging gewaarschuwd. Boeteoplegging zou dan ook in strijd zijn met het evenredigheidsbeginsel. Zo zijn er geen precedents waarbij een rechter een bestuurlijke boete wegens overtreding van de Meldingsplicht heeft getoetst en bekrachtigd en zullen de noviteit van de beboeting, de omvang van de boete en de naamsbekendheid van Van Doorn kunnen leiden tot extra negatieve publiciteit, hetgeen zwaar op haar onderneming zal drukken. De AFM heeft ook niet toegelicht waarom een minder ingrijpende maatregel niet als effectief handhavingsinstrument zou kunnen worden beschouwd. De bewuste transactie vond bovendien plaats in [REDACTED]. De doorlooptijd van de procedure is eveneens in strijd met het handhavingsbeleid en artikel 4:84 Awb.

#### Reactie AFM

64. De AFM volgt niet het standpunt van Van Doorn dat de AFM de redelijkheid van de boete onvoldoende heeft gemotiveerd en licht dat hieronder toe.
65. De AFM heeft in randnummers 6 tot en met 20 van deze beslissing op bezwaar uiteengezet waarom zij van oordeel is dat de drie in randnummer 9 van deze beslissing op bezwaar genoemde omstandigheden in samenhang bezien tot een redelijk vermoeden leidden dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap werd verricht.
66. Van Doorn had dit vermoeden onverwijld aan de AFM moeten melden, daar zij als beleggingsonderneming in Nederland werkzaamheden terzake van de Transactie heeft verricht. Dit is echter niet gebeurd. Overtreding van de Meldingsplicht is in artikel 1:80, eerste lid, onderdeel a, Wft (oud) in samenhang met de bijlage bij dit artikel (oud) beboetbaar gesteld.
67. Voor overtreding van de Meldingsplicht geldt op grond van artikel 1:81, eerste en tweede lid, Wft juncto artikel 10 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (**Bbbfs**) een basisbedrag van € 500.000,- (tweede categorie). De AFM kan dit basisbedrag verlagen of verhogen met ten hoogste 50% indien de ernst en/of duur van de overtreding een dergelijke verlaging of verhoging rechtvaardigt.<sup>24</sup> Voorts kan de AFM het basisbedrag verhogen of verlagen indien de mate van verwijtbaarheid van de overtreder een dergelijke

---

<sup>24</sup> Artikel 2, tweede lid, Bbbfs.



verlaging of verhoging rechtvaardigt.<sup>25</sup> De AFM heeft bij het vaststellen van de bestuurlijke boete dan ook beoordeeld of de ernst en/of de duur van de overtreding en of de mate van verwijtbaarheid van de overtreder een verlaging of een verhoging van het basisbedrag rechtvaardigen.

68. De Meldingsplicht voor beleggingsondernemingen heeft een preventief karakter. Wanneer men weet dat verdachte transacties aan de AFM worden gemeld door beleggingsondernemingen die betrokken zijn bij het verrichten van de transactie, dan heeft dit mogelijk tot gevolg dat men niet over zal gaan tot het gebruik maken van voorwetenschap of marktmanipulatie.<sup>26</sup> Voorts bevordert de Meldingsplicht het toezicht van de AFM, het is immers een bron van signalen voor eventuele onderzoeken naar mogelijk marktmisbruik. De ernst van de overtreding van de Meldingsplicht wordt mede om voornoemde redenen als gemiddeld aangemerkt, daar de Meldingsplicht een tweeledig doel heeft en van wezenlijke invloed kan zijn op het toezicht door de AFM. Op grond van de Meldingsplicht dient een redelijk vermoeden onverwijld aan de AFM te worden gemeld, er hoeft niet bewezen te worden dat er daadwerkelijk sprake is van het gebruik van voorwetenschap. Voor de ernst van de overtreding is evenmin relevant of er daadwerkelijk gebruik van voorwetenschap vastgesteld wordt. De AFM ziet in het onderhavige geval geen aanleiding voor een verlaging of een verhoging van het basisbedrag op grond van de ernst van de overtreding.
69. Zoals reeds toegelicht moest Van Doorn op grond van de Meldingsplicht een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap onverwijld aan de AFM melden, indien zij terzake van de betreffende transactie in Nederland werkzaamheden had verricht. Van Doorn moest derhalve bekend zijn geweest met de reikwijdte van de Meldingsplicht. Dat uit de norm niet specifiek of limitatief volgt in welke gevallen er sprake is van een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap, kan niet tot de conclusie leiden dat het niet melden door Van Doorn haar in dit geval in redelijkheid niet zou kunnen worden verweten. Van Doorn heeft [A] immers op [datum X] per e-mail gewezen op de risico's omtrent het aandeel [D] en desondanks heeft [REDACTED] haar opdracht gegeven om de Transactie te verrichten. Ook was Van Doorn bekend met de connecties van [B] binnen [REDACTED], waardoor de bestuurder van [A] mogelijk over voorwetenschap zou kunnen beschikken ten aanzien van [D] [REDACTED], en blijkt uit haar e-mail van [datum Y] aan [A] dat [REDACTED] en de daarop volgende koersstijging haar is opgevallen. Gelet op deze omstandigheden tezamen bezien had Van Doorn een redelijk vermoeden dat de Transactie in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap werd verricht. Desalniettemin heeft Van Doorn nagelaten dit vermoeden bij de AFM te melden. De AFM ziet dan ook geen aanleiding om het basisbedrag te verlagen op grond van de mate van verwijtbaarheid van Van Doorn.
70. Voor zover Van Doorn stelt dat het handhavingsbeleid van AFM en DNB aan boeteoplegging in de weg staat, merkt de AFM het volgende op. Uit het handhavingsbeleid volgt dat de AFM bij de keuze voor het inzetten van een handhavingsinstrument rekening houdt met alle relevante omstandigheden van het geval. De in het handhavingsbeleid opgenomen opsomming van factoren die de AFM onder meer bij haar

<sup>25</sup> Artikel 2, derde lid, Bbbfs.

<sup>26</sup> Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 16.

beoordeling betreft, is echter niet uitputtend en de weging van de genoemde factoren kan van geval tot geval verschillen. Zo hoeven de door Van Doorn aangevoerde omstandigheden, bijvoorbeeld dat er geen sprake is van recidive en er bij Van Doorn in grote mate een compliance cultuur heerst, niet te leiden tot het afzien van boeteoplegging. Deze omstandigheden doen immers geenszins af aan de overtreding van de Meldingsplicht. Het handhavingsbeleid staat ook niet aan directe boeteoplegging in de weg, daar de wettelijke bevoegdheid om wegens overtreding van de Meldingsplicht een boete op te leggen in artikel 1:80, eerste lid, onderdeel a, Wft (oud) juncto de bijlage bij dit artikel (oud) is gegeven. Bovendien is de doorlooptijd van de procedure niet in strijd met het handhavingsbeleid, daar het handhavingsbeleid niet ingaat op de doorlooptijd. De AFM handelt dan ook overeenkomstig haar beleidsregel, zoals artikel 4:84 Awb vereist.

71. Voor zover Van Doorn stelt dat het Boetebesluit onevenredig is, omdat een boete wegens overtreding van de Meldingsplicht nog niet eerder door een rechter is getoetst (en bekrachtigd), merkt de AFM op dat dit geen grond is voor het oordeel dat boeteoplegging in strijd is met het evenredigheidsbeginsel. Bovendien heeft de AFM eerder een boete opgelegd wegens overtreding van de Meldingsplicht en hierover gepubliceerd.<sup>27</sup>
72. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

#### **E. De hoogte van de boete is niet te rechtvaardigen**

73. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummers 74 en 75 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
74. Van Doorn benadrukt nogmaals dat er geen sprake is van een overtreding, maar mocht de AFM toch overgaan tot boeteoplegging, heeft Van Doorn in haar zienswijze alle mee te wegen mitigerende feiten en belangen toegelicht. Zo heeft Van Doorn niet in strijd met het doel en de strekking van de Meldingsplicht gehandeld. [A] wist immers dat Van Doorn haar meldingsplicht serieus neemt. Gelet op het onuitgewerkte karakter van de norm, het grijze gebied en de gerechtvaardigde interpretatie die Van Doorn in de gegeven omstandigheden aan de norm heeft gegeven, geldt dat als zij al niet de geheel juiste interpretatie heeft gegeven, dit niet zodanig ernstig en verwijtbaar is dat direct naar een formeel handhavingsinstrument kan worden gegrepen.
75. De AFM heeft hier ten onrechte niet inhoudelijk op gereageerd en heeft ook geenszins gemotiveerd waarom de boetehoogte desondanks passend zou zijn. In tegenstelling tot de stelling van de AFM, moet steeds rekening worden gehouden met de bijzondere omstandigheden van het geval. Dat de AFM bij de bepaling

---

<sup>27</sup> Zie het persbericht van 16 oktober 2008 van de AFM waarin zij bekendmaakt dat zij op 18 september 2007 een bestuurlijke boete heeft opgelegd wegens het niet melden van een redelijk vermoeden van het gebruik van voorwetenschap (<https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2008/okt/boete-kopvos>).

van de boetehoogte enkel rekening heeft gehouden met de draagkracht van Van Doorn, is onvoldoende en maakt het Boetebesluit onrechtmatig.

### Reactie AFM

76. De AFM volgt dit standpunt van Van Doorn dat de hoogte van de boete niet te rechtvaardigen is niet en licht dat hieronder toe.
77. Voor overtreding van artikel 5:62, eerste lid, Wft geldt op grond van artikel 1:81, eerste en tweede lid, Wft juncto artikel 10 Bbbfs een basisbedrag van € 500.000,- (tweede categorie).
78. De AFM kan dit bedrag verlagen of verhogen met ten hoogste 50% indien de ernst en/of duur van de overtreding een dergelijke verlaging of verhoging rechtvaardigt.<sup>28</sup> De AFM kan daarnaast het basisbedrag verhogen of verlagen indien de mate van verwijtbaarheid van de overtreder een dergelijke verlaging of verhoging rechtvaardigt.<sup>29</sup> Voorts houdt de AFM bij het vaststellen van de bestuurlijke boete rekening met de draagkracht van de overtreder<sup>30</sup>, met de mate van medewerking aan het onderzoek door de AFM en/of getroffen maatregelen om herhaling van de overtreding te voorkomen.<sup>31</sup>
79. Zoals reeds hiervoor onder randnummer 67 tot en met 69 uiteengezet, heeft de AFM bij het bepalen van de hoogte van de boete rekening gehouden met de omstandigheden genoemd in artikel 2 Bbbfs. Tevens heeft de AFM bij het vaststellen van de hoogte van de bestuurlijke boete rekening gehouden met de draagkracht van Van Doorn. Ten behoeve van de bepaling van de draagkracht heeft Van Doorn informatie over haar financiële positie overlegd.<sup>32</sup> Gelet op de betrekkelijk geringe omvang van de onderneming (circa tien werknemers en een eigen vermogen van € 900.000,-) heeft de AFM het boetebedrag van € 500.000 aanzienlijk verlaagd op grond van evenredigheid/draagkracht. De AFM acht een boete van € 50.000 voor Van Doorn wegens overtreding van de Meldingsplicht passend en in overeenstemming met haar draagkracht. De AFM ziet geen aanleiding om het boetebedrag te verlagen vanwege de mate van medewerking aan het onderzoek. Voorts heeft Van Doorn niet aannemelijk gemaakt dat zij uit eigen beweging adequate maatregelen heeft getroffen ter voorkoming van herhaling van de overtreding. Met de enkele mededeling dat zij per 1 juni 2015 [REDACTED] als externe compliance officer heeft aangesteld en aandacht besteedt aan het creëren van bewustzijn omtrent diverse compliancevereisten, waaronder de Meldingsplicht, acht de AFM in dit geval onvoldoende aannemelijk gemaakt dat zij adequate maatregelen heeft getroffen ter voorkoming van herhaling van de onderhavige overtreding.

---

<sup>28</sup> Artikel 2, tweede lid, Bbbfs.

<sup>29</sup> Artikel 2, derde lid, Bbbfs.

<sup>30</sup> Artikel 4, eerste lid, Bbbfs.

<sup>31</sup> Artikel 1b, eerste lid, juncto artikel 4, tweede lid, Bbbfs.

<sup>32</sup> Bij haar zienswijze van 8 februari 2017 op het boetevoornemen van de AFM.

80. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

#### **F. Onzorgvuldige belangenafweging door het ontbreken van een oordeel over publicatie**

81. Hetgeen hieronder is opgenomen in randnummer 82 betreft (een verkorte weergave van) het standpunt van Van Doorn en niet dat van de AFM.
82. Publicatie van het Boetebesluit zou onevenredig zijn nu er geen sprake is van een overtreding, een redelijke grond voor boeteoplegging, een zorgvuldige belangenafweging en van enige dringendheid gelet op de doorlooptijd van de procedure. Ten onrechte stelt de AFM dat zij de boete openbaar moet maken, zonder daarbij de uitzonderingen op de publicatie van artikel 1:98 Wft af te wegen. Publicatie zou voorts in strijd zijn met het doel van artikel 1:97 Wft, te weten het waarschuwen van het publiek en niet het nader bestraffen van een overtreder. In het Boetebesluit gaat de AFM niet op deze reeds in de zienswijze aangedragen argumenten in en volstaat zij met de enkele mededeling dat zij pas over een publicatie zal besluiten bij het definitief worden van het Boetebesluit. Door publicatie en de bijbehorende negatieve gevolgen voor Van Doorn buiten beschouwing te laten, ontnemt zij Van Doorn de mogelijkheid om zich hiertegen in deze procedure te kunnen verweren en kan de AFM geen zorgvuldige afweging maken over de redelijkheid van het Boetebesluit.

#### Reactie AFM

83. De AFM volgt niet het standpunt van Van Doorn dat er sprake is van onzorgvuldige belangenafweging door het ontbreken van een oordeel over publicatie en onderbouwt dit als volgt.
84. Op grond van artikel 1:97, eerste lid, Wft dient de AFM een besluit tot het opleggen van een bestuurlijke boete openbaar te maken nadat dit besluit onherroepelijk is geworden.<sup>33</sup> Dit houdt in dat het Boetebesluit openbaar wordt gemaakt nadat het niet langer mogelijk is om bezwaar te maken of (hoger) beroep in te stellen, of wanneer de boete in hoger beroep in stand blijft. Dit geldt ook, voor zover van toepassing, voor de uitkomst van het bezwaar, beroep of hoger beroep dat daaraan vooraf is gegaan. De uitkomst daarvan dient dan samen met het Boetebesluit openbaar gemaakt te worden.
85. Over de publicatie van het Boetebesluit en de uitkomsten van dit bezwaar en eventueel beroep en hoger beroep zal de AFM een besluit nemen zodra het Boetebesluit onherroepelijk is geworden.<sup>34</sup> Van Doorn wordt hierover in een aparte brief geïnformeerd. Bij het nemen van dit besluit zal de AFM afwegen of er sprake is van een van de omstandigheden genoemd in artikel 1:98, eerste en tweede lid, Wft waardoor openbaarmaking van het Boetebesluit uitgesteld dient te worden, er aanleiding is om het Boetebesluit

---

<sup>33</sup> Tenzij er sprake is van een omstandigheid als bedoeld in artikel 1:98, tweede lid, Wft.

<sup>34</sup> Dit laat onverlet de mogelijkheid van de AFM om onverwijld over te gaan tot openbaarmaking, indien bescherming van de belangen die de Wft beoogt te beschermen geen uitstel toelaat (artikel 1:99, derde lid, Wft).

geanonimiseerd openbaar te maken of waardoor er van publicatie afgezien dient te worden. Op voorhand wordt hierbij opgemerkt dat het in de rede ligt om bij openbaarmaking na onherroepelijkheid van het Boetebesluit zodanig geanonimiseerd openbaar te maken dat het niet langer herleidbaar is tot derde partijen, zoals [A].

86. Daar de AFM omtrent openbaarmaking een afzonderlijk besluit zal nemen, zal Van Doorn in het kader van een zorgvuldige besluitvorming ten aanzien van het besluit tot openbaarmaking dan in de gelegenheid worden gesteld om haar zienswijze naar voren te brengen.<sup>35</sup> De AFM betreft deze eventuele zienswijze op zorgvuldige wijze in haar besluitvorming omtrent de publicatie en zal in haar besluit ook op de eventueel ontvangen zienswijze reageren. Om die reden zal de AFM in deze beslissing op bezwaar niet verder ingaan op de argumenten van Van Doorn waarom publicatie naar haar mening achterwege dient te blijven.
87. Voorts zal de AFM in het nog te nemen publicatiebesluit opnemen welke rechtsmiddelen tegen het besluit openstaan en zal publicatie niet eerder plaatsvinden dan nadat vijf werkdagen zijn verstreken na de dag waarop het publicatiebesluit aan Van Doorn is toegezonden.<sup>36</sup> Indien om een voorlopige voorziening<sup>37</sup> wordt gevraagd dan wordt de publicatie opgeschort totdat de voorzieningenrechter een uitspraak heeft gedaan, of het verzoek is ingetrokken. Van Doorn zal derhalve de mogelijkheid hebben om zich tegen een publicatiebesluit te verweren.
88. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt derhalve niet tot een ander oordeel.

## V. Besluit

89. De AFM heeft besloten het Boetebesluit in stand te laten. De motivering van het Boetebesluit wordt aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen.

## VI. Rechtsgangverwijzing

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

---

<sup>35</sup> Artikel 4:8, eerste lid, Awb.

<sup>36</sup> Artikel 1:99, eerste lid, Wft.

<sup>37</sup> Als bedoeld in artikel 8:81 Awb.

Datum 17 augustus 2017

Ons kenmerk

[REDACTED]

Pagina

22 van 22

Hoogachtend,  
Autoriteit Financiële Markten

[was getekend]  
Hoofd  
Juridische Zaken

[was getekend]  
Manager  
Juridische Zaken