

Openbare versie

Blenheim
t.a.v. de heer S.T. Blom
Postbus 10302
1001 EH AMSTERDAM

Datum	22 augustus 2023
Uw kenmerk	[...]
Ons kenmerk	[...]
Pagina	1 van 56
Kopie aan	Keijser Van der Velden advocaten t.a.v. mevrouw E.L.M. van Kranenburg Groesbeekseweg 69 6523 CR NIJMEGEN
Telefoon	[...]
E-mail	[...]
Betreft	Beslissing op bezwaar de heer Kartaram

Geachte [naam],

Bij besluit van 1 september 2022 (kenmerk: [kenmerk]) heeft de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) aan de heer R.A.D. Kartaram een bestuurlijke boete van € 750.000 opgelegd wegens het overtreden van artikel 15 van de Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (**MAR**) op 15 en 23 februari 2021 en op 12 en 15 maart 2021 (**het Boetebesluit**). Tevens heeft de AFM in het Boetebesluit een publicatiebesluit genomen, inhoudende openbaarmaking van het Boetebesluit na bekendmaking daarvan (**het Publicatiebesluit**). Tegen het Boetebesluit en het Publicatiebesluit heeft [naam], namens de heer Kartaram, bezwaar gemaakt. De AFM heeft besloten het Boetebesluit te herroepen voor zover het de hoogte van de boete betreft en laat het besluit voor het overige in stand, onder aanpassing en aanvulling van de motivering. De hoogte van de boete is met dit besluit vastgesteld op € 99.000. 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, in paragraaf IV licht de AFM de achtergrond van het Boetebesluit toe, in paragraaf V geeft de AFM een beoordeling van de gronden van bezwaar en in paragraaf VI staat het besluit van de AFM. Tot slot bevat paragraaf VI de rechtsgangverwijzing. Het verslag van de hoorzitting is opgenomen in de bijlage. De inhoud daarvan heeft de AFM integraal betrokken bij haar afweging in bezwaar.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	2 van 56

I. Procedure

1. Bij brief van 31 maart 2022 (kenmerk: [kenmerk]) heeft de AFM haar voornemen kenbaar gemaakt om aan de heer Kartaram een bestuurlijke boete op te leggen wegens overtreding van artikel 15 MAR en de heer Kartaram in de gelegenheid gesteld hierop zijn zienswijze te geven (**het Boetevoornemen**). Het Boetevoornemen is voorzien van een onderzoeksrapport (**het Onderzoeksrapport**, kenmerk: [kenmerk]).
2. Na ontvangst van het Boetevoornemen heeft de heer Kartaram per e-mail van 8 april 2022 de boetefunctionaris van de AFM gevraagd of er opnames bestaan van de telefoongesprekken die medewerkers van de AFM met hem hebben gevoerd op 2 maart en 30 maart 2021 en zo ja, of hij hiervan een kopie of uitgetypte versie mocht ontvangen.
3. Per e-mail van 13 april 2022 heeft de boetefunctionaris van de AFM de heer Kartaram geïnformeerd dat de betrokken toezichtafdeling heeft bevestigd te beschikken over transcripties van beide gesprekken. De transcripties zijn in eerste instantie niet in het dossier opgenomen, nu het (wilsafhankelijke) verklaringen van de heer Kartaram betreft die niet zonder zijn toestemming mogen worden betrokken in het boetetraject waarin de heer Kartaram het recht heeft zichzelf niet te incrimineren. De boetefunctionaris van de AFM heeft in de e-mail aangegeven dat de heer Kartaram kan verzoeken om transcripties van de gevoerde telefoongesprekken aan het dossier toe te voegen, in welk geval de AFM deze stukken in het boetedossier zal opnemen en de informatie daaruit zal kunnen betrekken in het boeteproces (als ontlastende informatie, maar mogelijk ook als bewijs voor de in het onderzoeksrapport vastgestelde overtreding). Hierbij heeft de boetefunctionaris van de AFM opgemerkt dat hij met de inhoud van de bedoelde gesprekken niet bekend is en de boetefunctionaris van de AFM de stukken uitsluitend te zien krijgt als de heer Kartaram ervoor kiest om ze aan het dossier te laten toevoegen. Tenslotte heeft de boetefunctionaris van de AFM de heer Kartaram erop gewezen dat hij zich bij deze keuze kan laten bijstaan door een advocaat of een gemachtigde.
4. Per e-mail van 15 april 2022 heeft de heer Kartaram de boetefunctionaris van de AFM onder andere verzocht om de transcripties aan het dossier toe te voegen. Daarop heeft de boetefunctionaris van de AFM de transcripties van de telefoongesprekken aan de heer Kartaram verstuurd per e-mail van 22 april 2022.
5. Bij brief van 13 mei 2022 heeft [naam] als gemachtigde namens de heer Kartaram een schriftelijke zienswijze ingediend (**de Zienswijze**).
6. Bij besluit van 1 september 2022 heeft de AFM het Boetebesluit genomen, waarmee aan de heer Kartaram een bestuurlijke boete van € 750.000 is opgelegd, wegens het overtreden van artikel 15 MAR op 15 en 23 februari 2021 en op 12 en 15 maart 2021.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	3 van 56

7. Op 7 september 2022 heeft [naam] als gemachtigde namens de heer Kartaram pro forma bezwaar gemaakt tegen het Boetebesluit.
8. Op 8 september 2022 heeft [naam] als gemachtigde namens de heer Kartaram de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam (**de Voorzieningenrechter**) verzocht een voorlopige voorziening te treffen, inhoudende schorsing van het Boetebesluit en het Publicatiebesluit (**het Verzoek**).
9. Bij brief van 17 november 2022 (kenmerk: [kenmerk]) heeft de AFM de ontvangst van het bezwaar bevestigd en een termijn gegeven voor het aanvullen van de gronden van bezwaar tot zes weken na de dag van de uitspraak van de Voorzieningenrechter op het Verzoek. Voorts heeft de AFM in deze brief gevraagd of de heer Kartaram gebruik wil maken van het recht om gehoord te worden.
10. Het Verzoek is op 29 november 2022 achter gesloten deuren ter zitting behandeld. De heer Kartaram werd ter zitting vertegenwoordigd door u, zijnde, mr. E.L.M. van Kranenburg en mr. S.T. Blom als nieuwe gemachtigden van de heer Kartaram.
11. Op 6 december 2022 heeft de bezwaarbehandelaar van de AFM telefonisch contact gehad met [naam], die hierbij heeft aangegeven dat [naam] en [naam] eveneens in de bezwaarprocedure als gemachtigden van de heer Kartaram zullen optreden.
12. Bij uitspraak van 12 december 2022 heeft de Voorzieningenrechter het Verzoek afgewezen (**de Vovo-uitspraak**), waarna de AFM op 13 december 2022 de boete op haar website heeft gepubliceerd.
13. Bij brief van 23 januari 2023 heeft u, namens de heer Kartaram, de gronden van bezwaar aangevuld (**het Aanvullend bezwaarschrift**). Daarbij heeft u aangegeven dat de heer Kartaram gebruik wenst te maken van het recht om gehoord te worden.
14. Op 24 januari 2023 heeft de AFM per brief (kenmerk: [kenmerk]) de ontvangst bevestigd van het Aanvullend bezwaarschrift. In diezelfde brief heeft de AFM aangegeven 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, van de Algemene wet bestuursrecht (**Awb**) tot en met 13 maart 2023.
15. Op 7 maart 2023 heeft de hoorzitting plaatsgevonden. Van deze hoorzitting is een verslag gemaakt, dat als bijlage bij dit besluit is gevoegd. Tijdens de hoorzitting is overeengekomen om de beslistermijn op grond van artikel 7:10, vierde lid, Awb te verlengen tot in ieder geval 31 mei 2023, doch zo lang als nadien redelijkerwijs nodig is. Daarbij heeft de AFM aangegeven ernaar te streven zo spoedig als mogelijk tot haar beslissing te komen.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	4 van 56

16. Op 1 mei 2023 heeft u, namens de heer Kartaram, een nadere onderbouwing aangeleverd van de financiële draagkracht van de heer Kartaram. De ontvangst hiervan is op 3 mei 2023 per e-mail door de AFM bevestigd.
17. Op 17 mei 2023 heeft de AFM per brief (kenmerk: [kenmerk]) laten weten dat de aangeleverde nadere onderbouwing een onvoldoende actueel en volledig overzicht geeft van de vermogenspositie van de heer Kartaram. De AFM heeft de heer Kartaram een termijn van vier weken na dagtekening van de brief gegeven voor het aanleveren van een onderbouwd, volledig en actueel overzicht en de beslistermijn op grond van artikel 4:15, tweede lid, aanhef en onderdeel b, Awb opgeschort.
18. Op 13 juni 2023 heeft u, namens de heer Kartaram, een aangepast overzicht van de vermogenspositie van de heer Kartaram aangeleverd, onderbouwd met stukken. De ontvangst hiervan is op 14 juni 2023 per e-mail door de AFM bevestigd.

II. Feiten en omstandigheden

19. Deze beslissing op bezwaar is gebaseerd op de feiten en omstandigheden, zoals die zijn opgenomen in het Onderzoeksrapport en in het Boetebesluit. Deze feiten en omstandigheden moeten hier, voor zover zij niet reeds zijn herhaald, als herhaald en ingelast worden beschouwd. In het bijzonder wordt verwezen naar de uitgebreide overzichten van de gesloten transacties en behaalde resultaten van de heer Kartaram, zoals deze in het Onderzoeksrapport en het Boetebesluit zijn opgenomen. Nu deze transacties in bezwaar niet ter discussie staan, wordt hier ten behoeve van de leesbaarheid volstaan met een beschrijving van de relevante kenmerken van de transacties van de heer Kartaram.

Terminologie

20. Indachtig het (technische) karakter van het handelen op de kapitaalmarkten, hecht de AFM er waarde aan om eerst de belangrijkste terminologie toe te lichten die bij dit handelen gebruikt wordt. Vervolgens wordt het handelsgedrag en -patroon van de heer Kartaram in algemene zin beschreven, waarna een gedetailleerde beschrijving volgt van zijn handelsgedrag op 15 maart 2021. Deze paragraaf sluit af met een beschrijving en overzicht van het handelsgedrag van de heer Kartaram op 15 en 23 februari en op 12 maart 2021.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 5 van 56

Handelsorder inleggen in orderboek

21. De heer Kartaram handelde – voor zover hier relevant – zowel in aandelen als in zogeheten Contracts for difference (**Cfd's**).¹ Beide producten zijn in Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten (**MiFID II**) gedefinieerd als 'financiële instrumenten'.² Meer specifiek betrof het aandelen in B&S Group S.A. (**B&S**) en Cfd's in B&S. De aandelen B&S zijn genoteerd op de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam N.V. (**Euronext Amsterdam**). Om een aandeel te (ver)kopen, dient een belegger een handelsorder (koop of verkoop) in te leggen in een handelssysteem. In dit geval in het orderboek van Euronext Amsterdam. Een aandelentransactie komt tot stand indien de ingelegde handelsorder *matcht* met één of meer tegengestelde handelsorders (verkoop of koop). Een kooporder kan direct worden uitgevoerd als er voldoende aanbod is (binnen het prijsbereik van die order) en anders blijft de order in het orderboek liggen totdat er wel voldoende aanbod is binnen het prijsbereik in het orderboek.³ Hierbij is 'de koers' de prijs van de laatst tot stand gekomen transactie.

Agressieve orders

22. Een order die direct na het inleggen ervan wordt uitgevoerd – en daarmee een transactie tot stand brengt – wordt agressief genoemd. Bij een kooporder is dat het geval indien het prijsniveau van de kooporder dusdanig hoog is dat deze op gelijk of hoger niveau is dan de prijs van de beste verkooporder (de verkoopprijs met de laagste prijs). Een agressieve order heeft daarmee in de regel direct een koersbeweging tot gevolg, aangezien koers de prijs is van de laatste tot stand gekomen transactie.

Een voorbeeld: de laatste transactie kwam tot stand op een koers van € 8,41. Na deze transactie zijn de beste bied- en laatprijs van de markt voor een bepaald aandeel € 8,40 om € 8,50 (de markt is bereid om te kopen tegen € 8,40 en bereid om te verkopen tegen € 8,50). Als nu een order wordt ingelegd om te kopen tegen maximaal € 8,50 dan zal deze order direct worden uitgevoerd tegen de markt, want de markt was bereid om te verkopen tegen € 8,50. Deze kooporder was dan agressief en de koers verandert hierdoor van € 8,41 naar € 8,50.

¹ Een omschrijving van (de werking van) Cfd's volgt hieronder in randnummer 27 en verder.

² Zie artikel 4, lid 1, punt 15 MiFID II in samenhang gelezen met deel C van bijlage I van deze richtlijn.

³ Voor de volledigheid merkt de AFM op dat dit anders kan zijn indien de belegger ervoor kiest om specifieke kenmerken aan een order mee te geven. Ter illustratie wijst de AFM op bijvoorbeeld een zogeheten Fill-and-Kill order. Deze order krijgt uitvoering voor zover dat mogelijk is op het moment van inleg en wordt voor een eventueel restant direct geannuleerd (en niet in het orderboek geplaatst).

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 6 van 56

23. Het tegenovergestelde van een agressieve order, is een passieve order. Een passieve order is een order die niet direct wordt uitgevoerd, omdat de prijslimiet van deze order directe uitvoering niet toelaat. De order wordt dan in het orderboek geplaatst om te wachten op eventuele uitvoering, die pas tot stand komt als een tegenovergestelde, matchende order wordt ingelegd.⁴ Een passieve order voegt op die manier liquiditeit toe aan het orderboek.

Een voorbeeld: de beste bied- en laatprijs van de markt voor een bepaald aandeel is wederom € 8,40 om € 8,50. Als nu een order wordt ingelegd om te kopen tegen maximaal € 8,48 dan zal deze order niet direct worden uitgevoerd, want de markt is (nog maar) bereid om te verkopen tegen € 8,50. De order wordt dan in het orderboek geplaatst (toevoeging van liquiditeit) om te wachten op eventuele uitvoering. Door toevoeging van die order wordt de beste marktprijs dan € 8,48 om € 8,50 (van € 8,40 om € 8,50).

24. De AFM gebruikt een systeem voor het (doorlopende) toezicht op de markt en voor de detectie van en onderzoek naar marktmisbruik (**het Market Surveillance systeem**). In dit systeem wordt de agressiviteit van transacties aangegeven met het kenmerk 'Bi' (*Buyer initiated*) als de koper agressief was. Indien de verkoper agressief was dan krijgt de transactie het kenmerk 'Si' (*Seller initiated*). In de transactiedata die de AFM ontvangt – en die voor zover hier relevant zijn opgenomen in het Onderzoeksrapport en het Boetebesluit – zijn deze transactiekenmerken vermeld onder de kolom 'Flags'. Voor een overzicht hiervan verwijst de AFM naar het Onderzoeksrapport en de daarin opgenomen bijlagen.

Koersimpact

25. Onder koersimpact wordt de verandering verstaan die een transactie teweegbrengt in de koers ten opzichte van de direct aan die transactie voorafgaande koers.

Een voorbeeld: de laatste transactie in een aandeel vond plaats op een koers van € 8,50. Indien er vervolgens een transactie plaatsvindt op een koers van € 8,52, dan heeft deze transactie een koersimpact van € 0,02.

26. Euronext Amsterdam geeft koersimpact aan met een zogeheten 'PriceTik' bij de transacties. De hierboven beschreven koersimpact van € 0,02 wordt weergegeven als een 'PriceTik' van 0,0200. In de transactiedata die de AFM ontvangt – en voor zover hier relevant zijn opgenomen in het Onderzoeksrapport en het Boetebesluit – is deze koersimpact vermeld onder de kolom 'PrijsTik'.

⁴ Of als het prijsniveau van een bestaande order wordt gewijzigd, waardoor er (alsnog) een match tot stand komt.

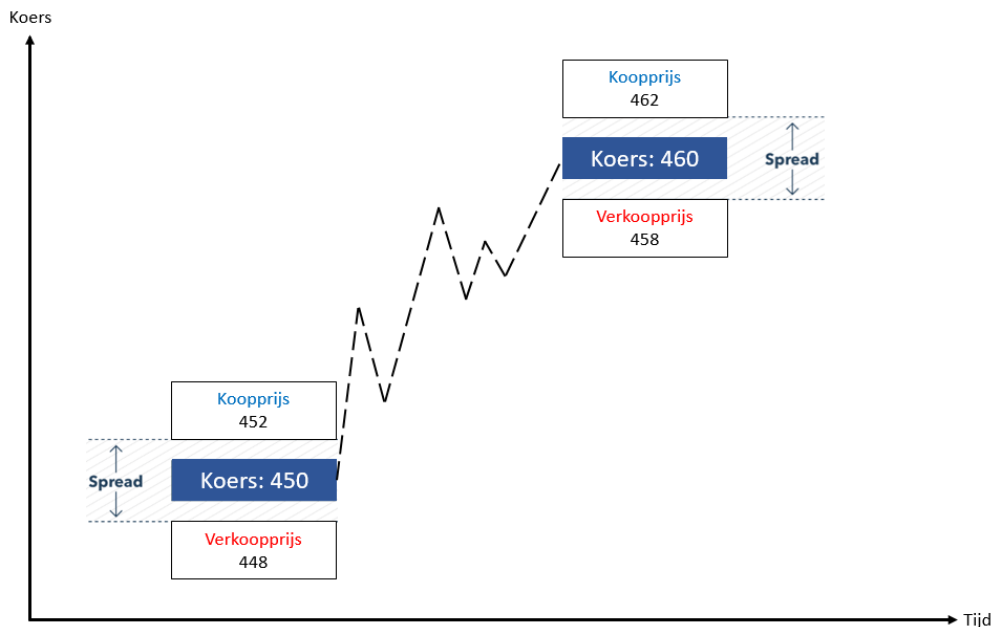
Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	7 van 56

Contracts for difference

27. Naast handel in aandelen, handelde de heer Kartaram ook in zogeheten Cfd's (in het Nederlands: *een financieel contract ter verrekening van verschillen*). Een Cfd is een overeenkomst tussen een koper en een verkoper om het verschil te verrekenen tussen de actuele prijs van een onderliggende waarde (zoals bijvoorbeeld aandelen, valuta's of grondstoffen) en de prijs daarvan wanneer het contract zal worden beëindigd. Partijen bij deze overeenkomst zijn een Cfd-aanbieder (in dit geval [A], ([A])) en een belegger (in dit geval de heer Kartaram).
28. De winst of het verlies bij de handel in Cfd's is het verschil tussen de prijzen waarop posities in Cfd's worden geopend en worden gesloten. Het waardeverschil tussen het moment van openen en het moment van sluiten wordt verrekend tussen de aanbieder en de belegger die de positie tegen die aanbieder is aangegaan. De aanbieder geeft prijzen af waarvoor zij Cfd's wil kopen en wil verkopen. Het verschil tussen die prijzen is de *spread*. De daadwerkelijke prijs van de onderliggende waarde (in dit geval de koers van het aandeel B&S op Euronext Amsterdam) ligt binnen die spread.

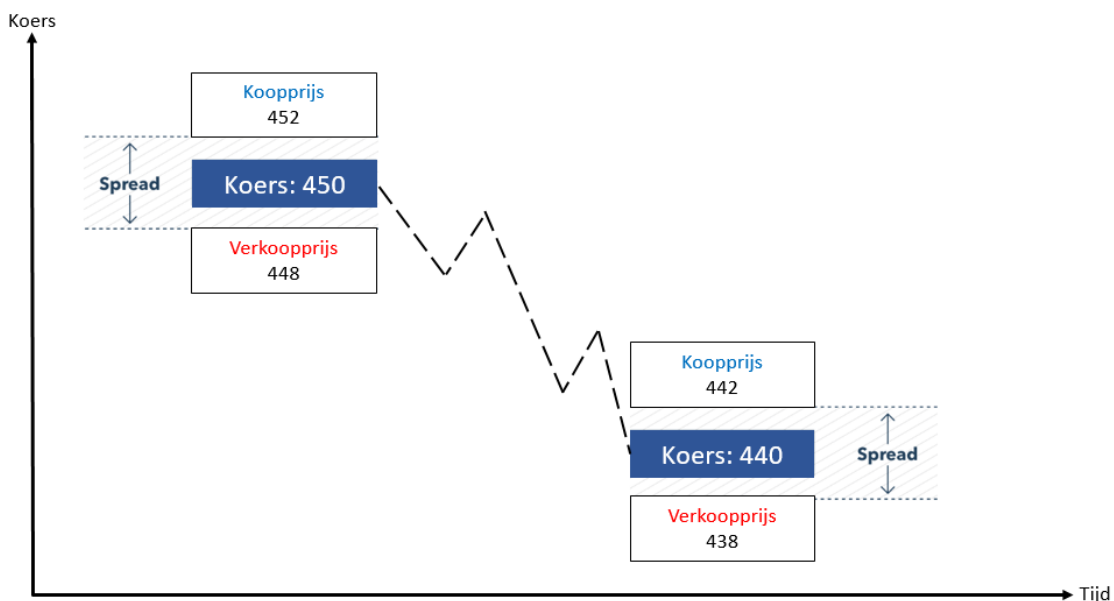
Een voorbeeld: de belegger en Cfd-aanbieder sluiten een Cfd-koopovereenkomst op het moment dat de koers van een aandeel op € 450 staat. De belegger speculeert bij een Cfd-koopovereenkomst op een stijging van de koers van het onderliggende aandeel. Door het sluiten van de Cfd-koopovereenkomst opent de belegger een positie ten opzichte van de Cfd-aanbieder. In dit het geval kan de belegger dat doen tegen een prijs van € 452 (de laatprijs is € 452 en de biedprijs van de aanbieder is € 448, het verschil daartussen is de spread). Op een later moment in de tijd wordt de geopende positie gesloten bij een koers van € 460. De belegger kan zijn positie op dat moment bij de Cfd-aanbieder sluiten tegen een prijs van € 458 (de alsdan biedprijs van de aanbieder ten opzichte van de laatprijs van de aanbieder van € 462). Het verschil tussen de (koop)prijs waartegen de positie werd geopend (€ 452) en de prijs waartegen die positie werd gesloten (€ 458) wordt dan tussen de belegger en Cfd-aanbieder verrekend. In dit geval ontvangt de belegger € 6 (€ 458 - € 452) per afgesloten overeenkomst. Schematisch ziet dat er als volgt uit:

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 8 van 56



29. Beleggers in Cfd's bezitten niet de onderliggende waarde. Met het openen van een positie Cfd's wordt niet in het onderliggende product (in dit geval het aandeel B&S) zelf gehandeld en er vindt op het moment van positie-opening geen betaling plaats. De belegger dient alleen een marge aan te houden, om eventuele verliezen aan de Cfd-aanbieder te kunnen betalen. Cfd's stellen beleggers aldus in staat om te profiteren van prijsbewegingen in een bepaalde activa, zonder deze daadwerkelijk in het bezit te hebben.
30. Een belegger kan de volgende posities tegen een aanbieder openen en sluiten:
- Een belegger kan een kooppositie in Cfd's innemen door deze te kopen van de aanbieder. Dit is een zogeheten 'open buy' positie. Met deze positie wordt gespeculeerd op een prijsstijging van de relevante onderliggende waarde. Deze positie kan worden gesloten door de Cfd's terug te verkopen aan de aanbieder, de zogeheten 'close sell'. Zie daarvoor het vorige voorbeeld.
 - Een belegger kan ook een verkooppositie in Cfd's innemen door deze te verkopen aan de aanbieder. Dit is een zogeheten 'open sell' positie. Met deze positie wordt gespeculeerd op een prijsdaling van de relevante onderliggende waarde. Deze positie kan worden gesloten door de Cfd's terug te kopen van de aanbieder, de zogeheten 'close buy'. Zie daarvoor het volgende voorbeeld.

Een voorbeeld: de belegger en Cfd-aanbieder sluiten nu een Cfd-verkoopovereenkomst op het moment dat de koers van een aandeel op € 450 staat. De belegger speculeert hierbij op een daling van de koers van het onderliggende aandeel. De belegger kan de positie bij de Cfd-aanbieder openen tegen een prijs van € 448. Op een later moment in de tijd wordt deze positie gesloten bij een koers van € 440. De belegger kan de positie op dat moment bij de Cfd-aanbieder sluiten tegen een prijs van € 442. Het verschil tussen de (verkoop) prijs waartegen de positie werd geopend (€ 448) en de prijs waartegen die positie werd gesloten (€ 442) wordt dan tussen de belegger en Cfd-aanbieder verrekend. In dit geval ontvangt de belegger € 6 (€ 448 - € 442) per afgesloten overeenkomst. Schematisch ziet dat er als volgt uit:

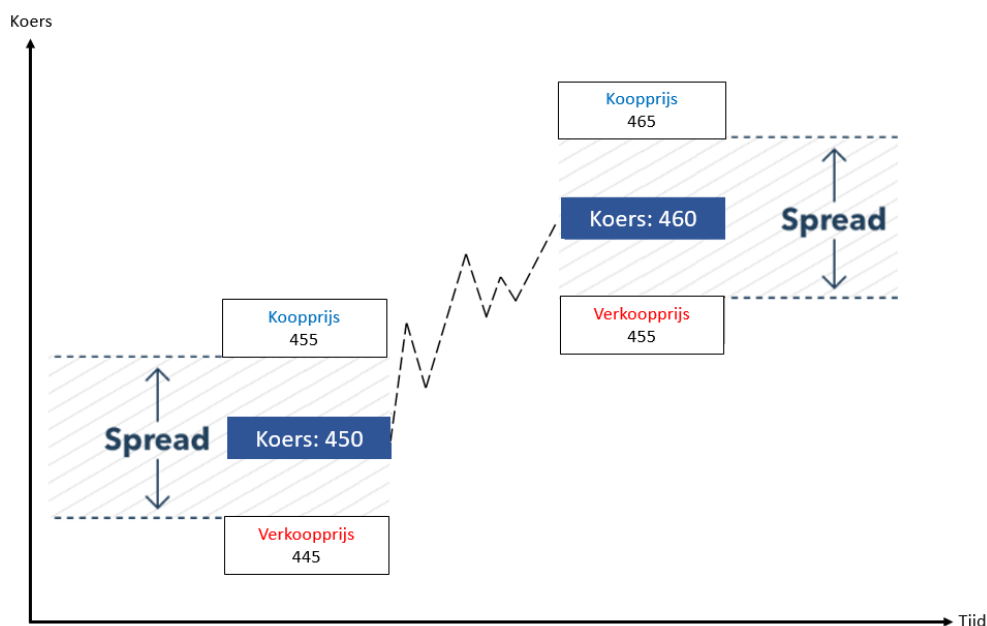


31. Het verbreden van de spread is van invloed op het resultaat dat met handel in Cfd's kan worden behaald. Daarbij geldt dat een bredere spread tot gevolg heeft dat een grotere koersbeweging van het onderliggende aandeel noodzakelijk is om die spread 'te overbruggen' om als belegger bij het sluiten van een Cfd-positie dezelfde winst te kunnen maken.

Een voorbeeld: de belegger en Cfd-aanbieder sluiten wederom een Cfd-koopovereenkomst op het moment dat de koers van een aandeel op € 450 staat. De belegger speculeert bij een koopovereenkomst op een stijging van de koers van het onderliggende aandeel. Waar de belegger in het eerdere voorbeeld nog een Cfd-positie kon openen tegen een prijs van € 452, ligt die prijs door het verbreden van de spread nu op € 455. De op € 455 geopende positie wordt op een later moment gesloten bij een koers van € 460. Waar de belegger in het eerdere voorbeeld nog zijn positie kon sluiten tegen een prijs van € 458, kan dat nu nog

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 10 van 56

maar tegen een prijs van € 455. Het verschil tussen de (koop) prijs waartegen de positie werd geopend (€ 455) en de prijs waartegen die positie werd gesloten (€ 455) wordt dan tussen de belegger en Cfd-aanbieder verrekend. Ondanks dat de koers van het onderliggende aandeel net zoveel is gestegen als in het eerdere voorbeeld, ontvangt de belegger in dit geval niets (€ 455 - € 455) omdat de spread is verbreed. Schematisch ziet dat er als volgt uit:



Handelsgedrag Kartaram

32. De heer Kartaram startte op 2 februari 2021 met het handelen in Cfd's B&S tegen [A] en had na 22 maart 2021 geen posities in Cfd's B&S meer openstaan. Om deze handel te kunnen verrichten, had de heer Kartaram een rekening bij beleggingsonderneming [A].⁵ In dezelfde periode handelde de heer Kartaram ook in aandelen B&S. Om deze handel te kunnen verrichten, maakte de heer Kartaram gebruik van zowel een rekening bij [B], ([B])⁶ als van een rekening bij [C].⁷ Een globaal overzicht van de dagelijkse handel van de heer Kartaram in zowel aandelen B&S als Cfd's B&S is opgenomen in Bijlage I bij deze beslissing op bezwaar. Deze bijlage bevat aan de linkerkzijde een overzicht van de door de heer Kartaram in de periode van 2 februari 2021 tot en met 29 maart 2021 verrichte transacties in aandelen B&S, en aan de rechterzijde de ingenomen en gesloten posities in Cfd's B&S. Daarnaast bevat Bijlage I

⁵ [A] user ID: [...] en Account ID: [...].

⁶ Relatie ID: [...] en opgegeven tegenrekening bank: [...].

⁷ Als Nederlandse vestiging van [C](Cliënt code: [...] en opgegeven tegenrekening bank: [...]).

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 11 van 56

overzichten van de cumulatieve posities in zowel aandelen B&S als Cfd's B&S, alsook overzichten van de cumulatieve opbrengsten en kosten van de handel in deze financiële instrumenten.

33. Nu deze transacties van de heer Kartaram niet ter discussie staan,⁸ wordt hier – ten behoeve van de leesbaarheid van deze beslissing op bezwaar – volstaan met een overzicht van de behaalde resultaten. Het totale resultaat van de door de heer Kartaram tegen [A] verrichte transacties in Cfd's B&S was een winst van € 260.857,27. Het (theoretische) resultaat van de transacties in aandelen B&S van de heer Kartaram was een verlies van € 33.435,72.⁹ Het saldo van het resultaat van de transacties in aandelen B&S en de transacties in Cfd's B&S was derhalve een winst van € 227.421,55 (€ 260.857,27 minus € 33.435,72). Deze bedragen zijn exclusief transactiekosten.
34. Voor de vier dagen waarop de AFM in het Boetebesluit tot het oordeel kwam dat er sprake was van marktmanipulatie, waren de behaalde resultaten als volgt:

Datum	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Resultaat (theoretisch) van handel in aandelen B&S na het openen tot de start van het sluiten van de Cfd positie	Saldo
15 februari 2021	11.438,00	- 1.708,80	9.729,20
23 februari 2021	3.311,92	+ 316,58	3.628,50
12 maart 2021	25.485,00	- 1.186,27	24.298,73
15 maart 2021	63.712,00	- 1.578,45	62.133,55
Totaal	103.947,00	- 4.157,00	99.790,00

15 maart 2021

35. Ter onderbouwing van het handelsgedrag van de heer Kartaram heeft de AFM in het Boetebesluit vier handelsdagen gedetailleerd beschreven. Hiervoor verwijst de AFM naar paragraaf 5.2 van het Boetebesluit. In de kern hebben deze handelsdagen gemeen dat er meerdere malen per dag via eenzelfde handelspatroon werd gehandeld door de heer Kartaram. Dat handelspatroon valt globaal gezien uiteen in fases, waarbij iedere fase op zichzelf bestaat uit drie opeenvolgende stappen:

⁸ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 9.2.

⁹ Dit (theoretische) resultaat is het saldo van het verlies in de aandelenhandel van € 42.537,38 en zijn resterende positie van 1.051 aandelen. Uitgaande van een slotkoers van het aandeel B&S op 29 maart 2021 van € 8,66 bedroeg vertegenwoordigde deze resterende positie een waarde van € 9.101,66. Hierdoor komt het (theoretische) resultaat uit op € 33.435,27 (€ 42.537,38 minus € 9.101,66).

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 12 van 56

- I. De heer Kartaram neemt een kooppositie in Cfd's B&S in. Dit betekende dat de heer Kartaram baat heeft bij een stijging van de aandelenkoers B&S.
 - II. Direct na het innemen van deze kooppositie in Cfd's, koopt de heer Kartaram een substantiële hoeveelheid aandelen B&S op de beurs. Daardoor stijgt de koers van het aandeel B&S en gaat de prijs omhoog waartegen [A] bereid is de kooppositie van de heer Kartaram te sluiten.
 - III. Vervolgens sluit de heer Kartaram – met een winst – zijn kooppositie in Cfd's B&S.
36. Deze stappen worden hieronder toegelicht aan de hand van het handelsgedrag van de heer Kartaram op 15 maart 2021.
37. Meer specifiek bestond Stap I uit het openen van (omvangrijke) koopposities in Cfd's B&S. Dit viel veelal uiteen in meerdere aankopen binnen enkele minuten. Zo kocht de heer Kartaram op 15 maart 2021 binnen anderhalve minuut¹⁰ in totaal 45.000 Cfd's B&S, verdeeld over vijf afzonderlijke transacties. Zie daarvoor het volgende overzicht:¹¹

Execution timestamp (gecorrigeerd voor tijdszone)	Instrument name (Cfd)	Zijde (BUY/ SELL)	Aantal	Prijs (€)	Open/sluit	Resultaat (€)
15-3-2021 09:03:17	B&S Group S.A.	BUY	10000	8,385	OPENED	0
15-3-2021 09:03:22	B&S Group S.A.	BUY	7800	8,385	OPENED	0
15-3-2021 09:03:57	B&S Group S.A.	BUY	10000	8,405	OPENED	0
15-3-2021 09:04:19	B&S Group S.A.	BUY	10000	8,405	OPENED	0
15-3-2021 09:04:39	B&S Group S.A.	BUY	7200	8,405	OPENED	0

38. Kort na het openen van de posities in Stap I begon Stap II van het handelspatroon van de heer Kartaram. Deze stap bestaat uit het – wederom in een relatief kort tijdsbestek¹² – agressief kopen¹³ van aandelen B&S, waarmee de heer Kartaram koersimpact realiseerde in opwaartse richting. Hierdoor steeg ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd positie te sluiten, aangezien de spread die [A] op de Cfd's geeft, meebeweegt met de koers van de onderliggende waarde. Zie hiervoor het voorbeeld uit randnummer 28 hierboven. Een nadere beschouwing van het handelsgedrag van de heer Kartaram op 15 maart 2021 laat zien dat hij in een periode van minder dan een kwartier, verdeeld over 29 verschillende transacties 6.640 aandelen B&S kocht. In dit tijdsbestek was de heer Kartaram verantwoordelijk voor 73,7% van de handel in aandelen B&S op Euronext Amsterdam. Van deze 29

¹⁰ Tussen 9:03:17 uur en 9:04:39 uur.

¹¹ Deze gegevens zijn afkomstig uit het grotere overzicht uit Bijlage 1 en Bijlage 3 van het Onderzoeksrapport, met de van [A] verkregen gegevens over de door de heer Kartaram geopende en gesloten posities Cfd's B&S.

¹² Tussen 9:11:12 uur en 9:25:43 uur.

¹³ Door middel van het inleggen van agressieve handelorders zoals omschreven in randnummer 22 t/m 24.

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 13 van 56

transacties kwamen er 25 (86%) tot stand door een agressieve orderinleg. Voordat de heer Kartaram in deze periode begon met handelen bevond de koers van het aandeel B&S zich op € 8,43. Tot en met de laatste transactie van de heer Kartaram liep de koers op naar € 8,69. Daarmee is de totale impact van de markt op de koers van het aandeel B&S over deze periode +0,26. Dit is een stijging van 3,1%. De heer Kartaram bewerkstelligde met het agressieve deel van zijn aankopen zelfstandig een koersimpact van +0,17.¹⁴

39. Enkele seconden nadat de laatste transactie in Stap II door de heer Kartaram werd uitgevoerd en de prijs waartegen [A] als gevolg daarvan bereid was om de Cfd positie te sluiten was gestegen, ving Stap III aan van het handelspatroon. In deze stap sloot de heer Kartaram de eerder geopende posities in Cfd's B&S door deze weer te verkopen aan [A]. Zo viel de verkoop op 15 maart 2021 uiteen in zes afzonderlijke transacties, waarbij tussen de laatste aankoop van aandelen B&S en de eerste verkoop van Cfd's B&S negen seconden zat. De heer Kartaram sloot zijn posities in Cfd's B&S tussen de € 8,635 en € 8,665. Deze prijzen lagen hoger dan de prijzen waarop de posities in Cfd's B&S waren geopend, waarmee de heer Kartaram een winst realiseerde van € 11.812. Het gaat om de volgende verkopen:

Execution timestamp (gecorrigeerd voor tijdszone)	Instrument name (CFD)	Zijde (BUY/ SELL)	Aantal	Prijs (€)	Open/sluit	Resultaat (€)
15-3-2021 09:25:52	B&S Group S.A.	SELL	10000	8,655	CLOSED	2.700,00
15-3-2021 09:26:00	B&S Group S.A.	SELL	7800	8,655	CLOSED	1.950,00
15-3-2021 09:26:00	B&S Group S.A.	SELL	2200	8,635	CLOSED	506
15-3-2021 09:26:33	B&S Group S.A.	SELL	10000	8,665	CLOSED	2.600,00
15-3-2021 09:29:43	B&S Group S.A.	SELL	7800	8,665	CLOSED	2.184,00
15-3-2021 09:30:02	B&S Group S.A.	SELL	7200	8,665	CLOSED	1.872,00

40. Samengevat zijn Stap I t/m III als volgt verlopen. De heer Kartaram opende om 9:03:17 uur een positie van 45.000 Cfd's B&S en sloot deze om 9:30:02 uur weer volledig. Binnen een tijdsbestek van bijna 27 minuten werd hiermee een winst gerealiseerd van € 11.812. In de tussenliggende periode heeft de heer Kartaram 6.665 aandelen B&S gekocht, waarbij de koers van dat aandeel steeg van € 8,43 naar € 8,69. Van deze koersstijging van € 0,26 was € 0,17 het gevolg van de agressieve transacties van de heer Kartaram.

¹⁴ Zie Onderzoeksrapport, Bijlage II.

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 14 van 56

41. De heer Kartaram verrichtte echter ook transacties die een gespiegeld patroon lieten zien. Daarin vallen de volgende stappen te onderscheiden:

- IV. De heer Kartaram neemt een verkooppositie in Cfd's in. Dit betekende dat de heer Kartaram baat heeft bij een daling van de aandelenkoers B&S.
- V. Direct na het innemen van deze verkooppositie in Cfd's, verkoopt de heer Kartaram een substantiële hoeveelheid aandelen B&S. Hierdoor daalde de koers van het aandeel B&S en ging de prijs omlaag waartegen [A] bereid was om de verkooppositie van de heer Kartaram te sluiten.
- VI. Vervolgens sluit de heer Kartaram – met een winst – zijn verkooppositie in Cfd's B&S.

42. Deze stappen worden hieronder eveneens toegelicht aan de hand van het handelsgedrag van de heer Kartaram op 15 maart 2021.

43. Na het afronden van Stap III begon de heer Kartaram aan Stap IV van zijn handelspatroon. Deze stap bestaat eruit dat de heer Kartaram kort na het sluiten van de koopposities in Cfd's B&S omvangrijke verkoopposities in Cfd's B&S opent. Dit viel wederom vaak uiteen in meerdere verkopen binnen enkele minuten. Zo opende de heer Kartaram op 15 maart 2021 vlak na het sluiten van de ingenomen koopposities van 45.000 Cfd's B&S in minder dan één minuut een verkooppositie van 30.000 Cfd's B&S, verdeeld over vier transacties. Zie daarvoor het volgende overzicht:¹⁵

Execution timestamp (gecorrigeerd voor tijdszone)	Instrument name (CFD)	Zijde (BUY/ SELL)	Aantal	Prijs (€)	Open/sluit	Resultaat (€)
15-3-2021 09:30:38	B&S Group S.A.	SELL	2800	8,665	OPENED	0
15-3-2021 09:30:59	B&S Group S.A.	SELL	10000	8,645	OPENED	0
15-3-2021 09:31:07	B&S Group S.A.	SELL	10000	8,645	OPENED	0
15-3-2021 09:31:35	B&S Group S.A.	SELL	7200	8,645	OPENED	0

44. Vervolgens begon de heer Kartaram in Stap V wederom in een relatief kort tijdsbestek¹⁶ agressief aandelen B&S te verkopen, waarmee de heer Kartaram koersimpact realiseerde in neerwaartse richting. Als gevolg hiervan daalde ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd positie te sluiten. Een nadere beschouwing van het handelsgedrag op 15 maart 2021 laat zien dat de heer Kartaram in minder dan een kwartier, verdeeld over 37 transacties 8.219 aandelen B&S verkocht. Dit vertegenwoordigde 74,2% van de totale handel in B&S in die periode op Euronext Amsterdam. Van deze 37 transacties kwamen er 26 (70%) tot stand als gevolg van een agressieve orderinleg van de heer Kartaram. Voordat de heer Kartaram begon met zijn verkooptransacties bevond de koers van het

¹⁵ Deze gegevens zijn afkomstig uit het grotere overzicht uit Bijlage 1 en Bijlage 3 van het Onderzoeksrapport, met de van [A] verkregen gegevens over de door de heer Kartaram geopende en gesloten posities Cfd's B&S.

¹⁶ Tussen 9:39:06 en 9:53:38 uur.

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 15 van 56

aandeel B&S zich op € 8,60. Tot en met de laatste transactie van de heer Kartaram liep de koers naar beneden tot € 8,41. Daarmee is de totale impact van de markt op de koers van het aandeel B&S over deze periode -0,19. Dit is een daling van 2,2%. De heer Kartaram bewerkstelligde met het agressieve deel van zijn verkopen zelfstandig een koersimpact van -0,27. Andere marktparticipanten hadden bij elkaar dus een aan Kartaram tegengestelde impact van +0,08.¹⁷

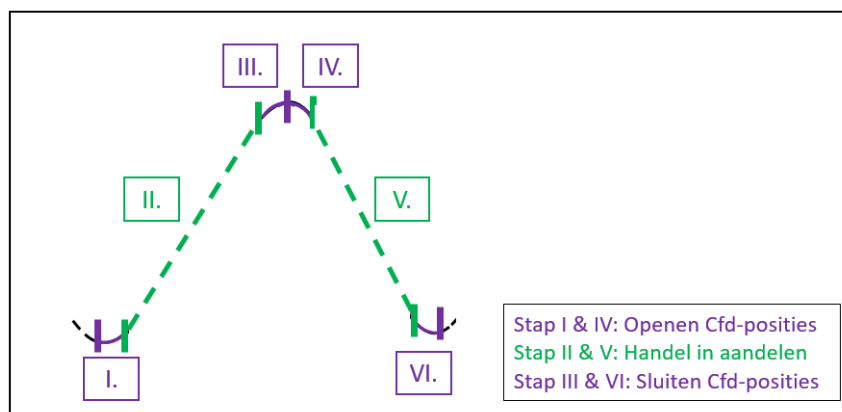
45. Kort nadat de laatste transactie in Stap V door de heer Kartaram werd uitgevoerd en de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten als gevolg daarvan was gedaald, ving Stap VI aan van het handelspatroon. In deze fase sloot de heer Kartaram namelijk zijn eerder geopende verkoopposities in Cfd's B&S door deze weer van [A] terug te kopen. Zo viel de (terug) koop van 30.000 Cfd's B&S op 15 maart 2021 uiteen in vijf afzonderlijke transacties, waarbij er tussen de laatste verkoop van aandelen B&S en de eerste (terug) koop van Cfd's B&S minder dan een seconde verstreek. De heer Kartaram sloot zijn posities in Cfd's B&S tussen de € 8,445 en € 8,465. Deze prijzen lagen lager dan de prijzen waarop de posities in Cfd's B&S waren geopend, waarmee een winst werd gerealiseerd van € 5.812. Schematisch zien deze (terug)kopen er als volgt uit:

Execution timestamp (gecorrigeerd voor tijdszone)	Instrument name (CFD)	Zijde (BUY/SELL)	Aantal	Prijs (€)	Open/sluit	Resultaat (€)
15-3-2021 09:54:21	B&S Group S.A.	BUY	10000	8,445	CLOSED	2.000,00
15-3-2021 09:54:23	B&S Group S.A.	BUY	7800	8,445	CLOSED	1.560,00
15-3-2021 09:54:23	B&S Group S.A.	BUY	2200	8,465	CLOSED	396
15-3-2021 09:54:28	B&S Group S.A.	BUY	7200	8,465	CLOSED	1.296,00
15-3-2021 09:54:29	B&S Group S.A.	BUY	2800	8,465	CLOSED	560

46. Samengevat zijn Stap IV t/m VI als volgt verlopen. De heer Kartaram opende om 9:30:38 uur een verkooppositie van 30.000 Cfd's B&S en sloot deze om 9:54:29 weer volledig. Binnen een tijdsbestek van ongeveer 24 minuten werd hiermee een winst gerealiseerd van € 5.812. In de tussenliggende periode heeft de heer Kartaram 8.219 aandelen B&S verkocht, waarbij de koers van dat aandeel daalde van € 8,60 naar € 8,41. Indien er geen andere marktparticipanten zouden zijn geweest, had de koers als gevolg van de agressieve verkooptransacties van de heer Kartaram nog lager gestaan. De heer Kartaram bewerkstelligde zelfstandig namelijk een koersimpact van -0,27, waarmee de koers (zonder andere marktparticipanten) op € 8,33 was uitgekomen.

¹⁷ Zie Onderzoeksrapport, Bijlage II.

47. De voorgaande beschrijving van het handelspatroon van de heer Kartaram laat zien hoe de heer Kartaram in verschillende stappen in een op- en neergaand patroon handelde. In een grafische weergave ziet dit handelspatroon eruit als een ‘golfbeweging’. Daarbij vormen Stap I t/m III een opwaartse golfbeweging (samen: een Fase) en vormen Stap IV t/m VI de neerwaartse golfbeweging (samen: een Fase). De heer Kartaram opende een Cfd-positie waarbij hij gebaat was bij ofwel een stijging (Stap I) ofwel een daling (Stap IV) van de aandelenkoers. Vervolgens bracht de heer Kartaram deze aandelenkoers in een kort tijdsbestek – door middel van het inleggen van veel en omvangrijke handelsorders met een veelal agressief karakter – omhoog (Stap II) of omlaag (Stap V). Als gevolg hiervan bewoog de prijs waartegen de Cfd-posities gesloten konden worden mee omhoog of omlaag, waarna de heer Kartaram zijn Cfd-posities met winst sloot (Stap III en Stap VI).



48. Dit handelspatroon van de heer Kartaram vertoonde op 15 maart 2021 nadien nog negen op- en neerwaartse golfbewegingen. Voor een verdere uitwerking hiervan verwijst de AFM naar het Onderzoeksrapport. Ten behoeve van de leesbaarheid wordt op de volgende pagina volstaan met een schematische weergave van deze negen overige fases waarin de belangrijkste kenmerken van het handelsgedrag van de heer Kartaram op 15 maart 2021 zijn meegenomen. Uit dit overzicht blijkt dat de heer Kartaram binnen de afzonderlijke periodes verantwoordelijk was voor gemiddeld meer dan 75% van de aandelenhandel.¹⁸ In diezelfde periodes was de heer Kartaram verantwoordelijk voor gemiddeld meer dan 118% van de koersimpact¹⁹ en legde de heer Kartaram gemiddeld meer dan 77% van zijn orders op een agressieve wijze in.

¹⁸ Dit betreft het gemiddelde van het marktaandeel van de heer Kartaram in de verschillende fases. Onder marktaandeel verstaat de AFM de verhouding tussen het aantal aandelen dat de heer Kartaram verhandelde en het totale aantal aandelen dat in diezelfde periode werd verhandeld.

¹⁹ Dit betreft het gemiddelde van de verhouding tussen de koersimpact die door de heer Kartaram werd bewerkstelligd en de koersimpact die in diezelfde periode door alle marktdeelnemers werd bewerkstelligd.

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 17 van 56

Resterende handelsdag 15 maart '21	Fase	Stap	Aandeel / Cfd	Koop / Verkoop	Aantal	Prijs (€)	Markt-aandeel (%)	Koers-impact	Koers-impact de heer Kartaram	Agressieve orders (%)
9:55 – 9:57	3.	I.	Cfd	Koop	40.000	8,485 – 8,505				
9:58 – 10:19		II.	Aandeel	Koop	11.317	8,48 – 8,73	83,7	+0,25	+0,29	74
10:19 – 10:21		III.	Cfd	Verkoop	40.000	8,675 – 8,695				
<i>Gerealiseerde winst van € 7.712 in ongeveer 26 minuten</i>										
10:22 – 10:23	4.	IV.	Cfd	Verkoop	30.000	8,655 – 8,675				
10:24 – 10:35		V.	Aandeel	Verkoop	11.130	8,69 – 8,46	80,8	-0,25	-0,27	69
10:35 – 10:36		VI.	Cfd	Koop	30.000	8,485 – 8,505				
<i>Gerealiseerde winst van € 5.068 in ongeveer 14 minuten</i>										
10:36 – 10:37	5.	I.	Cfd	Koop	35.000	8,495 – 8,515				
10:38 – 11:32		II.	Aandeel	Koop	3.497	8,52 – 8,73	49,9	+0,24	+0,44	79
11:32 – 11:33		III.	Cfd	Verkoop	35.000	8,685 – 8,705				
<i>Gerealiseerde winst van € 6.462 in ongeveer een uur</i>										
11:34 – 11:36	6.	IV.	Cfd	Verkoop	25.000	8,685 – 8,665				
11:37 – 11:42		V.	Aandeel	Verkoop	3.910	8,73 – 8,51	78,8	-0,22	-0,25	100
11:42 – 11:42		VI.	Cfd	Koop	25.000	8,525 – 8,545				
<i>Gerealiseerde winst van € 3.724 in ongeveer 8 minuten</i>										
11:43 – 11:44	7.	I.	Cfd	Koop	35.000	8,535 – 8,535				
11:44 – 12:01		II.	Aandeel	Koop	4.313	8,54 – 73	78,8	+0,21	+0,20	70
12:02 – 12:03		III.	Cfd	Verkoop	35.000	8,67 – 8,72				
<i>Gerealiseerde winst van € 5.203 in ongeveer 20 minuten</i>										
16:11 – 16:16	8.	I.	Cfd	Koop	40.000	8,485 – 8,420				
16:16 – 16:34		II.	Aandeel	Koop	11.274	8,44 – 8,70	88	+0,23	+0,33	70
16:36 – 16:38		III.	Cfd	Verkoop	40.000	8,67 – 8,535				
<i>Gerealiseerde winst van € 6.008 in ongeveer 27 minuten</i>										
16:40 – 16:42	9.	IV.	Cfd	Verkoop	30.000	8,56 – 8,58				
16:42 – 16:51		V.	Aandeel	Verkoop	13.405	8,60 – 8,40	68,5	-0,20	-0,29	84
16:51 – 16:51		VI.	Cfd	Koop	30.000	8,45 – 8,47				
<i>Gerealiseerde winst van € 3.512 in ongeveer 11 minuten</i>										
16:51 – 16:52	10.	I.	Cfd	Koop	35.000	8,46 – 8,48				
16:53 – 17:03		II.	Aandeel	Koop	7.861	8,44 – 8,70	88	+0,27	+0,35	77
17:03 – 17:03		III.	Cfd	Verkoop	35.000	8,64 – 8,66				
<i>Gerealiseerde winst van € 6.312 in ongeveer 12 minuten</i>										
17:05 – 17:06	11.	IV.	Cfd	Verkoop	25.000	8,62 – 8,64				
17:07 – 17:13		V.	Aandeel	Verkoop	7.310	8,66 – 8,42	76,2	-0,19	-0,12	75
17:14 – 17:14		VI.	Cfd	Koop	25.000	8,545 – 8,565				
<i>Gerealiseerde winst van € 2.087 in ongeveer 9 minuten</i>										

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 18 van 56

49. Met de hiervoor beschreven wijze van handelen heeft de heer Kartaram op 15 maart 2021 op elf verschillende, kortstondige momenten winsten behaald. Deze laten zich als volgt weergeven:

15 maart 2021			
Tijdstip	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (aantal)	Kosten van handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (€)
9:03 – 9:30	11.812	Koop 6.640 aandelen	- 57.245,11
9:30 – 9:54	5.812	Verkoop 8.219 aandelen	+ 69.453,80
9:55 – 10:21	7.712	Koop 11.317 aandelen	- 98.010,18
10:22 – 10:36	5.068	Verkoop 10.830 aandelen	+ 92.752,18
10:36 – 11:33	6.462	Koop 3.497 aandelen	- 30.318,39
11:34 – 11:42	3.724	Verkoop 3.910 aandelen	+ 37.206,70
11:43 – 12:03	5.203	Koop 4.313 aandelen	- 37.358,78
16:11 – 16:38	6.008	Koop 11.274 aandelen	- 97.178,57
16:40 – 16:51	3.512	Verkoop 13.089 aandelen	+ 111.404,76
16:51 – 17:03	6.312	Koop 7.861 aandelen	- 67.884,10
17:05 – 17:14	2.087	Verkoop 7.310 aandelen	+ 62.444,36
		<i>Restpositie: 1.544 aandelen</i>	<i>(waarde slotkoers) + 13.154,88</i>
Totaal:	63.712		- 1.578,45
			62.133,55

50. De hiervoor beschreven handelswijze van de heer Kartaram op 15 maart 2021 stond niet op zichzelf. Op in ieder geval de handelsdagen 15 en 23 februari en 12 maart 2021 werd eenzelfde soort handelsgedrag vertoond.²⁰ Hieronder volgt per afzonderlijke dag een korte beschrijving van het handelsgedrag van de heer Kartaram.

15 februari 2021

51. Op 15 februari 2021 vielen er zes afzonderlijke fases in het handelsgedrag van de heer Kartaram waar te nemen. In Fase 1 opende de heer Kartaram een kooppositie van 30.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 16.100 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 117.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 82 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 3.412 op zijn Cfd-positie.

²⁰ Voor een gedetailleerde weergave verwijst de AFM naar het Onderzoeksrapport en de genoemde bijlagen daarbij. Voor een algemeen overzicht van deze handelsdagen wordt verwezen naar Bijlage I bij deze beslissing op bezwaar.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 19 van 56

52. In Fase 2 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 23.400 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 12.000 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 87.000 (stap V). Nadat de koers van het aandeel B&S was gedaald en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap VI). In een tijdsbestek van ongeveer 43 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 590 op zijn Cfd-positie.
53. In Fase 3 opende de heer Kartaram een kooppositie van 25.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 14.100 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 106.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 11 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 3.856 op zijn Cfd-positie.
54. In Fase 4 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 20.000 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 13.650 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 100.000 (stap V). Nadat de koers van het aandeel B&S was gedaald en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap VI). In een tijdsbestek van ongeveer 24 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 456 op zijn Cfd-positie.
55. In Fase 5 opende de heer Kartaram een kooppositie van 20.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 14.250 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 105.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 17 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 1.656 op zijn Cfd-positie.
56. In Fase 6 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 20.000 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 13.000 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 95.000 (stap V). Nadat de koers van het aandeel B&S was gedaald en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap VI). In een tijdsbestek van ongeveer 10 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 1.468 op zijn Cfd-positie.
57. In totaal behaalde de heer Kartaram op 15 februari 2021 een winst van € 11.438 met de handel in Cfd's. Indien het transactieresultaat van de tussentijdse aandelenhandel wordt meegenomen (€ -1.708,80), resulteert dit in een winst van € 9.729,20. Schematisch ziet dat er als volgt uit:

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 20 van 56

Handelsdag 15 februari '21	Fase	Stap	Aandeel / Cfd	Koop / Verkoop	Aantal	Kosten aandelen (€)	Markt- aandeel (%)	Koers- impact	Koersimpact de heer Kartaram
12:39 – 13:12	1.	I.	Cfd	Koop	30.000				
13:19 – 13:57		II.	Aandeel	Koop	16.100	-117.585,92	79,7	+0,20	+0,44
14:00 – 14:01		III.	Cfd	Verkoop	30.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 3.412 in ongeveer 82 minuten</i>									
14:02 – 14:04	2.	IV.	Cfd	Verkoop	23.400				
14:06 – 14:13		V.	Aandeel	Verkoop	12.000	+87.090,05	95,7	-0,21	-0,27
14:45 – 14:45		VI.	Cfd	Koop	23.400				
<i>Gerealiseerde winst van € 590 in ongeveer 43 minuten</i>									
15:10 – 15:13	3.	I.	Cfd	Koop	25.000				
15:15 – 15:20		II.	Aandeel	Koop	14.500	-106.804,77	86,4	+0,26	+0,36
15:21 – 15:21		III.	Cfd	Verkoop	25.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 3.856 in ongeveer 11 minuten</i>									
15:21 – 15:22	4.	IV.	Cfd	Verkoop	20.000				
15:23 – 15:44		V.	Aandeel	Verkoop	13.650	+100.338,67	84,6	-0,20	-0,36
15:45 – 15:45		VI.	Cfd	Koop	20.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 456 in ongeveer 24 minuten</i>									
15:53 – 15:53	5.	I.	Cfd	Koop	20.000				
15:54 – 16:09		II.	Aandeel	Koop	14.250	-105.745,78	85,8	+0,17	+0,24
16:10 – 16:10		III.	Cfd	Verkoop	20.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 1.656 in ongeveer 17 minuten</i>									
16:11 – 16:12	6.	I.	Cfd	Koop	20.000				
16:12 – 16:20		II.	Aandeel	Koop	13.000	+95.738,95	96,8	-0,16	-0,26
16:21 – 16:21		III.	Cfd	Verkoop	20.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 1.468 in ongeveer 10 minuten</i>									

58. Met de hiervoor beschreven wijze van handelen heeft de heer Kartaram op 15 februari 2021 in zes verschillende periodes winsten behaald. Deze laten zich als volgt weergeven:

15 februari 2021			
Tijdstip	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (aantal)	Kosten van handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (€)
12:39 – 14:01	3.412	Koop 16.100 aandelen	-117.585,92
9:30 – 9:54	590	Verkoop 12.000 aandelen	+87.090,05
9:55 – 10:21	3.856	Koop 14.500 aandelen	-106.804,77
10:22 – 10:36	456	Verkoop 13.650 aandelen	+100.338,67
10:36 – 11:33	1.656	Koop 14.250 aandelen	-105.745,78
11:34 – 11:42	1.468	Verkoop 13.000 aandelen	+95.738,95
		<i>Restpositie: 6.200 aandelen</i>	<i>(waarde slotkoers) + 45.260,00</i>
Totaal:	11.438		- 1.708,80
			9.729,20

23 februari 2021

59. Op 23 februari 2021 vielen er twee fases in het handelsgedrag van de heer Kartaram waar te nemen. Daarbij viel Fase 2 uiteen in twee delen, aangezien de ingenomen verkooppositie van 20.000 Cfd's op twee verschillende momenten in tranches van 10.000 Cfd's werden gesloten. In Fase 1 opende de heer Kartaram een kooppositie van 20.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 11.000 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 89.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 8 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 3.511,92 op zijn Cfd-positie.
60. In Fase 2 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 20.000 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 7.000 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 57.000 (stap V-A). Na zes minuten sloot de heer Kartaram de helft van zijn Cfd-positie (stap VI-A). In een tijdsbestek van ongeveer 7 minuten realiseerde de heer Kartaram een verlies van € 600 op zijn Cfd-positie. Vervolgens verkocht de heer Kartaram 4.000 aandelen ter waarde van ruim € 32.000 (stap V-B). Drie minuten later sloot de heer Kartaram de andere helft van zijn Cfd-positie (stap VI-B). In een tijdsbestek van ongeveer 10 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 400.
61. In totaal behaalde de heer Kartaram op 23 februari 2021 een winst van € 3.311,92 met de handel in Cfd's. Indien het transactieresultaat van de tussentijdse aandelenhandel wordt meegenomen (€ +316,58), dan resulteert dit in een winst van € 3.628,50. Schematisch ziet dit er als volgt uit:

Handelsdag 23 februari '21	Fase	Stap	Aandeel / Cfd	Koop / Verkoop	Aantal	Kosten aandelen (€)	Markt- aandeel (%)	Koers- impact	Koersimpact de heer Kartaram
13:49 – 13:51	1.	I.	Cfd	Koop	20.000				
13:52 – 13:55		II.	Aandeel	Koop	11.000	-89.228,15	82,4	+0,16	+0,24
13:57 – 13:57		III.	Cfd	Verkoop	20.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 3.511,92 in ongeveer 8 minuten</i>									
13:59 – 13:59	2A.	IV.	Cfd	Verkoop	20.000				
14:00 – 14:04		V-A.	Aandeel	Verkoop	7.000	+57.043,93	73,7	-0,14	-0,34
14:06 – 14:06		VI-A.	Cfd	Koop	10.000				
<i>Gerealiseerd verlies van € 600 in ongeveer 7 minuten</i>									
	2B.								
14:06 – 14:06		V-B.	Aandeel	Verkoop	4.000	+32.500,80	100	-0,04	-0,04
14:09 – 14:09		VI-B.	Cfd	Koop	10.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 400 in ongeveer 10 minuten*(gerekend vanaf de verkoop van Cfd's in Fase 2A.)</i>									

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 22 van 56

62. Met de hiervoor beschreven wijze van handelen heeft de heer Kartaram op 23 februari 2021 in drie verschillende periodes resultaat behaald. Deze laten zich als volgt weergeven:

23 februari 2021			
Tijdstip	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (aantal)	Kosten van handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (€)
13:49 – 13:57	3.511,92	Koop 11.000 aandelen	-89.228,15
13:59 – 14:06	-600	Verkoop 7.000 aandelen	+57.043,93
13:59 – 14:09	400	Verkoop 4.000 aandelen	+32.500,80
		<i>Restpositie: 0 aandelen</i>	<i>(waarde slotkoers)</i>
Totaal:	3.311,92		+ 316,58
			3.628,50

12 maart 2021

63. Op 12 maart 2021 vielen er vier afzonderlijke fases in het handelsgedrag van de heer Kartaram waar te nemen. In Fase 1 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 30.000 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 7.910 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 66.000 (stap V). Nadat de koers van het aandeel B&S was gedaald en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap VI). In een tijdsbestek van ongeveer 8 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 4.817 op zijn Cfd-positie.
64. In Fase 2 opende de heer Kartaram een kooppositie van 30.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 5.641 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 48.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 11 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 9.956 op zijn Cfd-positie.
65. In Fase 3 opende de heer Kartaram een verkooppositie van 25.000 Cfd's (stap IV), waarna er in totaal 4.996 aandelen werden verkocht ter waarde van ruim € 42.000 (stap V). Nadat de koers van het aandeel B&S was gedaald en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap VI). In een tijdsbestek van ongeveer 13 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 5.406 op zijn Cfd-positie.
66. In Fase 4 opende de heer Kartaram een kooppositie van 30.000 Cfd's (stap I), waarna er in totaal 3.920 aandelen werden gekocht ter waarde van ruim € 33.000 (stap II). Nadat de koers van het aandeel B&S was gestegen en daarmee ook de prijs waartegen [A] bereid was om de Cfd-positie te sluiten, sloot de heer Kartaram zijn Cfd-positie (stap III). In een tijdsbestek van ongeveer 13 minuten realiseerde de heer Kartaram een winst van € 5.306 op zijn Cfd-positie.

Datum 22 augustus 2023
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 23 van 56

67. In totaal behaalde de heer Kartaram op 12 maart 2021 een winst van € 25.485 met de handel in Cfd's. Indien het transactieresultaat van de tussentijdse aandelenhandel wordt meegenomen (€ -1.186,27), dan resulteert dit in een winst van € 24.298,73. Schematisch ziet dit er als volgt uit:

Handelsdag 12 maart '21	Fase	Stap	Aandeel / Cfd	Koop / Verkoop	Aantal	Kosten aandelen (€)	Markt- aandeel (%)	Koers- impact	Koersimpact de heer Kartaram
9:06 – 9:08	1.	IV.	Cfd	Verkoop	30.000				
9:08 – 9:14		V.	Aandeel	Verkoop	7.910	+66.332,61	8,9	-0,29	-0,32
9:14 – 9:14		VI.	Cfd	Koop	30.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 4.817 in ongeveer 8 minuten</i>									
9:15 – 9:16	2.	I.	Cfd	Koop	30.000				
9:17 – 9:24		II.	Aandeel	Koop	5.641	-48.245,60	84,8	+0,36	+0,33
9:25 – 9:26		III.	Cfd	Verkoop	30.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 9.956 in ongeveer 11 minuten</i>									
9:29 – 9:31	3.	IV.	Cfd	Verkoop	25.000				
9:32 – 9:37		V.	Aandeel	Verkoop	4.996	+42.392,54	93,9	-0,22	-0,27
9:37 – 9:42		VI.	Cfd	Koop	25.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 5.406 in ongeveer 13 minuten</i>									
9:45 – 9:47	4.	I.	Cfd	Koop	30.000				
9:48 – 9:58		II.	Aandeel	Koop	3.920	-33.400,57	100	+0,21	+0,28
9:57 – 9:58		III.	Cfd	Verkoop	30.000				
<i>Gerealiseerde winst van € 5.306 in ongeveer 13 minuten</i>									

68. Met de hiervoor beschreven wijze van handelen heeft de heer Kartaram op 12 maart 2021 in vier verschillende periodes resultaat behaald. Deze laten zich als volgt weergeven:

12 maart 2021			
Tijdstip	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (aantal)	Kosten van handel in aandelen B&S na het openen en tot de start van het sluiten van de Cfd positie (€)
9:06 – 9:14	4.817	Verkoop 7.910 aandelen	+66.332,61
9:15 – 9:26	9.956	Koop 5.641 aandelen	-48.245,60
9:29 – 9:42	5.406	Verkoop 4.996 aandelen	+42.392,54
9:45 – 9:58	5.306	Koop 3.920 aandelen	-33.400,57
		<i>Restpositie: -3.345 aandelen</i>	<i>(waarde slotkoers) - 28.265,25</i>
Totaal:	25.485		- 1.186,27
			Winst 24.298,73

Datum 22 augustus 2023

Ons kenmerk [...]

Pagina 24 van 56

69. Samengevat heeft de heer Kartaram op de vier hiervoor beschreven handelsdagen het volgende resultaat behaald, exclusief transactiekosten:

Datum	Geboekte winst op Cfd's B&S (€)	Resultaat (theoretisch) van handel in aandelen B&S na het openen tot de start van het sluiten van de Cfd positie	Saldo
15 februari 2021	11.438,00	- 1.708,80	9.729,20
23 februari 2021	3.311,92	+ 316,58	3.628,50
12 maart 2021	25.485,00	- 1.186,27	24.298,73
15 maart 2021	63.712,00	- 1.578,45	62.133,55
Totaal	103.947,00	- 4.157,00	99.790,00

Uitlatingen (namens) Kartaram

70. Zoals uit Bijlage I blijkt, zijn de transacties van de heer Kartaram in aandelen B&S in februari 2021 stelselmatig verlieslatend geweest. Dat is de AFM opgevallen, evenals het volume van de transacties van de heer Kartaram en de koersbewegingen die daarbij zijn geconstateerd. Dit gaf de AFM aanleiding om op 2 maart 2021 telefonisch contact met de heer Kartaram op te nemen. Hetgeen daarin onder meer is besproken, is opgenomen in Bijlage II.
71. De heer Kartaram heeft een beleggersrekening bij [B] (zie hierboven randnummer 32). [B] heeft geconstateerd dat de heer Kartaram zogeheten wash trades²¹ heeft verricht en heeft daarover op 16 maart 2021 telefonisch contact opgenomen met de heer Kartaram. Hetgeen daarin onder meer is besproken, is opgenomen in Bijlage III.
72. Naar aanleiding van nadere analyse van transactiedata waarover de AFM beschikt, is de AFM opgevallen dat de heer Kartaram, naast zijn opgevallen handel in aandelen B&S, ook transacties heeft verricht in Cfd's B&S. Die transacties vonden plaats in een voor de AFM opvallend tijdsbestek in relatie tot de handel van de heer Kartaram in aandelen B&S. Dit gaf aanleiding op 30 maart 2021 opnieuw telefonisch contact met de heer Kartaram op te nemen. Hetgeen daarin onder meer is besproken, is opgenomen in Bijlage IV.

²¹ Dit zijn – voor zover hier relevant – transacties in financiële instrumenten waarbij geen verandering optreedt in het economisch belang of het marktrisico. Van de betreffende handelaar liggen er orders zowel aan de koop- als verkoopzijde van het orderboek, die met elkaar matchen, waardoor er als het ware financiële instrumenten aan/van zichzelf worden 'verkocht' of 'gekocht'. Daardoor geven wash trades een onjuist signaal met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument en kwalificeren deze als een vorm van marktmanipulatie.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 25 van 56

73. In reactie op het Boetevoornemen is namens de heer Kartaram bij brief van 13 mei 2022 een schriftelijke zienswijze ingediend. Daarin is onder meer opgenomen:

“15. Dankzij zijn achtergrond en expertise in data-analyses kwam de heer Kartaram er al snel achter dat de koers van de Cfd niet werd bepaald door de aan- en verkoopprijzen, maar door de laad- en biedprijzen die in het handelssysteem worden ingelegd. Omdat er een vertraging zit tussen een ingelegde laad- en biedprijs van circa 30 seconden, ontdekte hij dat je met de juiste aan- en verkooptransacties op de effectenbeurs van het genoteerde aandeel B&S geld kan verdienen met de Cfd's. Daar waar hij met verlies een verkooptransactie deed met de aandelen B&S, maakte hij winst op zijn Cfd's.

16. De heer Kartaram dacht dat hij hiermee een marktimperfectie had gevonden.

(...)

47. (...) Mocht er sprake zijn van een overtreding, dan ligt de oorzaak in het feit dat de heer Kartaram beroepsmatige expertise heeft in het ontwikkelen van algoritmes en het herkennen van complexe patronen. De heer Kartaram was er oprecht van overtuigt dat hij een slimme strategie had bedacht ten aanzien van het handelen met Cfd's.”

III. Bezwaar

74. Samengevat en zakelijk weergegeven bevatten het Aanvullend bezwaarschrift en het verhandelde ter hoorzitting de volgende gronden (waarbij een andere indeling en volgorde is gehanteerd dan in het Aanvullend bezwaarschrift):
- A.** Er is geen sprake van marktmanipulatie.
 - B.** De boete is niet evenredig.
 - C.** Er bestaat geen grondslag voor boeteverhoging.
 - D.** De boetehoogte is niet passend en geboden.
 - E.** De publicatie van de boete is niet evenredig.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 26 van 56

IV. Achtergrond van het Boetebesluit

75. Alvorens in te gaan op de bezwaargronden van de heer Kartaram zal de AFM kort toelichten waarom zij het Boetebesluit heeft genomen.

Kader marktmanipulatie

76. Voor een geïntegreerde, efficiënte en transparante financiële markt is marktintegriteit nodig. Een goede werking van de effectenmarkten en vertrouwen van het publiek in die markten zijn noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart. Marktmissbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten.²² In artikel 15 MAR is daarom het verbod op marktmanipulatie opgenomen en artikel 12 van de MAR bevat een uiteenzetting van de activiteiten die als marktmanipulatie moeten worden beschouwd. Het verbod op marktmanipulatie is onder meer van toepassing op aandelen die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt²³ en op Cfd's op die aandelen.²⁴
77. In onderhavig geval is het in artikel 12 MAR bepaalde omtrent transactie- en ordermanipulatie van belang. Kort gezegd gaat het daarbij om het aangaan van een transactie of het inleggen van een order die (i) daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument²⁵ of die (ii) de koers van een financieel instrument daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt.²⁶ Een transactie geeft bijvoorbeeld een misleidend signaal af of brengt de koers op een kunstmatig niveau indien deze is verricht buiten de normale vraag- en aanbodverhoudingen, zodat de markt wordt misleid over de werkelijke vraag en aanbod en/of de koers geen reële afspiegeling vormt van de daadwerkelijke financiële omstandigheden van het desbetreffende financiële instrument.²⁷ Het doel van het verrichten van een transactie of het inleggen van een handelsorder is hierbij van groot belang. Als dat doel niet is gelegen in het uitbreiden of verkleinen van een positie, maar bijvoorbeeld in het

²² Zie overweging 2 MAR.

²³ Zie artikel 2, eerste lid, onder a, MAR in samenhang met artikelen 12 en 15 MAR.

²⁴ Zie artikel 2, eerste lid, onder d, MAR in samenhang met artikelen 12 en 15 MAR.

²⁵ Zie artikel 12, eerste lid, aanhef en onder a, onderdeel i), MAR.

²⁶ Zie artikel 12, eerste lid, aanhef en onder a, onderdeel ii), MAR.

²⁷ Zie de Memorie van Toelichting bij de (inmiddels vervallen) Wet marktmissbruik *Kamerstukken II*, vergaderjaar 2004-2005, 29 827, nr. 3, p. 9-10, waarin het verbod op marktmanipulatie was opgenomen en die in Nederland gold totdat de MAR in werking trad. De definitie is in essentie nog dezelfde. Zie ook het Handboek Marktmissbruik (O&R nr. 104) 2018, hoofdstuk 6 'Marktmanipulatie' door [...], par. 6.2.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 27 van 56

omhoog of omlaag brengen van de koers of in het gelijk houden van de koers, is er geen sprake van een integer proces van vraag en aanbod, waarmee marktmanipulatie een gegeven is.²⁸

78. Met het oog op de toepassing van het verbod op marktmanipulatie, heeft de Europese wetgever een aantal indicatoren gegeven van misleidende of onjuiste signalen en het op een abnormaal of kunstmatig niveau houden van de koers.²⁹ Zo speelt de mate een rol waarin geplaatste handelsorders of verrichte transacties een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet van de handel in het financiële instrument. Ook speelt de mate een rol waarin geplaatste handelsorders of verrichte transacties van personen met een aanzienlijke koop- of verkooppositie in een financieel instrument leiden tot aanzienlijke wijzigingen in de koers daarvan. Verder speelt de mate een rol waarin geplaatste handelsorders of verrichte transacties binnen een korte tijdsspanne van de handelssessie zijn geconcentreerd en tot een koerswijziging leiden die vervolgens omslaat.³⁰ Bij de beoordeling of er sprake is van marktmanipulatie dient aldus gekeken te worden naar het geheel van de feitelijke handelingen – in dit geval van de heer Kartaram – tijdens de desbetreffende handelsmomenten, waarbij de timing, de omvang en het prijsniveau van de orders en transacties in onderlinge samenhang moeten worden gezien.³¹
79. De in voorgaand randnummer genoemde indicatoren zijn op grond van artikel 12, vijfde lid, MAR in bijlage II van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 (**GV 2016/522**) nader bepaald. Daarbij zijn marktmanipulatiepraktijken geïdentificeerd in relatie tot de genoemde indicatoren. Onder die praktijken valt ook ‘cross-product manipulation’.³² Het gaat daarbij om het verhandelen van een financieel instrument (bijvoorbeeld een aandeel) met als doel om de prijs van een gerelateerd financieel instrument (bijvoorbeeld een Cfd) op een ander, hetzelfde of buiten een handelsplatform om op ongeoorloofde wijze te beïnvloeden. In GV 2016/522 is deze vorm van marktmanipulatie als volgt beschreven:

²⁸ Dit volgt uit vaste jurisprudentie, zie CbB 19 maart 2018, ECLI:NL:CBB:2018:53, r.o. 3.5-3.6; Rb. Rotterdam 26 januari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:1067, r.o. 5; Rb. Rotterdam 23 april 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:2845, r.o. 3.3; en Rb. Rotterdam 19 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10239, r.o. 6.

²⁹ Zie artikel 12, derde lid, MAR.

³⁰ Zie artikel 12, eerste lid, aanhef en onder a, MAR in samenhang gelezen met Bijlage I, deel A, MAR.

³¹ Zie Rb. Rotterdam 24 februari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:5041, r.o. 10.2 en Rb. Rotterdam 19 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10239, r.o. 5.1.

³² Zie Bijlage II, Afdeling 1, onder 2. d), GV 2016/522 in relatie tot de indicator in Bijlage 1, onderdeel A, onder b) en e), MAR.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 28 van 56

“handelen of invoeren van handelsorders op een handelsplatform of buiten een handelsplatform (met inbegrip van het doen blijken van belangstelling) met het oog op ongeoorloofde beïnvloeding van de prijs van een gerelateerd financieel instrument op een ander of op hetzelfde handelsplatform of buiten een handelsplatform (...) – gewoonlijk aangeduid als „cross-product manipulation” (het verhandelen van een financieel instrument om de prijs van een gerelateerd financieel instrument op een ander of hetzelfde handelsplatform of buiten een handelsplatform op ongeoorloofde wijze te beïnvloeden)”³³

Overtreding Kartaram

80. Vaststaat dat de heer Kartaram in de periode februari en maart 2021 heeft gehandeld in aandelen B&S op Euronext Amsterdam. Eveneens staat vast dat de heer Kartaram in diezelfde periode heeft gehandeld in Cfd's B&S tegen wederpartij [A].³⁴ Het handelsgedrag van de heer Kartaram, zoals dat door de AFM is beschreven en toegelicht, wordt door de heer Kartaram erkend.³⁵ Ook erkent de heer Kartaram dat hij met zijn transacties in het aandeel B&S het doel had om met de Cfd's geld te verdienen: waar hij met een verkooptransactie in aandelen B&S verlies leed, maakte hij winst in de Cfd's.³⁶ De handel in aandelen B&S aan de ene kant en de handel in Cfd's B&S aan de andere kant, vormen in samenhang gezien handelsgedrag dat kwalificeert als *cross-product* manipulatie. De heer Kartaram heeft immers gehandeld in aandelen B&S op een handelsplatform met het oog op beïnvloeding van de prijs van een gerelateerd financieel instrument buiten een handelsplatform, namelijk de prijs waartegen [A] bereid was om posities te sluiten in Cfd's B&S. Daarmee is het verbod op marktmanipulatie overtreden. De AFM licht dat toe.
81. Uit de transactiedata die de AFM voor zowel de aandelenhandel als de handel in Cfd's tot haar beschikking heeft, kwam het handelspatroon van de heer Kartaram naar voren, zoals dat in paragraaf II onder 'Handelsgedrag Kartaram' reeds is uitgewerkt. Kort gezegd bestond dit patroon uit twee of meerdere fases die afzonderlijk uit drie stappen uiteenvielen:

³³ Zie vorige noot.

³⁴ Het betreft hier handel in een financieel instrument, zoals gedefinieerd in artikel 14, lid 1, punt 15 MiFID II in samenhang gelezen met deel C van bijlage I van deze richtlijn.

³⁵ Dit volgt uit de afwezigheid van een betwisting in het Aanvullend bezwaarschrift en vindt expliciet bevestiging in r.o. 9.2 van de Vovo-uitspraak.

³⁶ Zie randnummer 73 hierboven en Vovo-uitspraak, r.o. 12.1.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 29 van 56

Fase 1 – Opwaartse golfbeweging

- Stap I. De heer Kartaram nam een kooppositie in Cfd's B&S in. Dit betekende dat de heer Kartaram baat had bij een stijging van de aandelenkoers B&S.
- Stap II. Direct na het innemen van deze kooppositie in Cfd's, kocht de heer Kartaram een substantiële hoeveelheid aandelen B&S op de beurs. Daardoor steeg de koers van het aandeel B&S als gevolg waarvan de spread in z'n geheel steeg die [A] hanteerde bij haar bied- en laatprijzen in Cfd's B&S (zie het voorbeeld hierboven in randnummer 28). De heer Kartaram kon hierdoor tegen een hogere prijs zijn kooppositie in Cfd's sluiten dan waarvoor hij die had geopend.
- Stap III. Vervolgens sloot de heer Kartaram met winst zijn kooppositie in Cfd's B&S.

Fase 2 – Neerwaartse golfbeweging

- Stap IV. De heer Kartaram nam een verkooppositie in Cfd's in. Dit betekende dat de heer Kartaram baat had bij een daling van de aandelenkoers B&S.
- Stap V. Direct na het innemen van deze verkooppositie in Cfd's, verkocht de heer Kartaram een substantiële hoeveelheid aandelen B&S. Hierdoor daalde de koers van het aandeel B&S als gevolg waarvan de spread in z'n geheel daalde die [A] hanteerde bij haar bied- en laatprijzen in Cfd's B&S (zie het voorbeeld hierboven in randnummer 30). De heer Kartaram kon hierdoor tegen een lagere prijs zijn verkooppositie in Cfd's sluiten dan waarvoor hij die had geopend.
- Stap VI. Vervolgens sloot de heer Kartaram met winst zijn verkooppositie in Cfd's B&S.

82. De heer Kartaram handelde stelselmatig op deze wijze in aandelen B&S en Cfd's B&S. Zo heeft de heer Kartaram alleen al op 15 maart 2021 maar liefst elf keer een op- of neerwaartse golfbeweging in de koers van het aandeel B&S bewerkstelligd. De AFM heeft vastgesteld dat de heer Kartaram dit handelsgedrag in ieder geval op 15 en 23 februari en op 12 en 15 maart 2021 veelvuldig heeft vertoond (zie respectievelijk randnummers 48, 57, 61 en 67). De heer Kartaram heeft de koers van het aandeel B&S stelselmatig bewogen in de richting die voor de heer Kartaram resulteerde in winst op zijn vooraf ingenomen Cfd-posities. Daarmee heeft hij op de vier hiervoor genoemde dagen per saldo een winst behaald van € 99.790.³⁷ Over de periode van 2 februari 2021 tot en met 29 maart 2021 bedraagt het totale resultaat van het hiervoor beschreven handelspatroon per saldo € 227.421,55.³⁸

³⁷ Zie randnummer 34 hierboven.

³⁸ Zie Boetebesluit, paragraaf 5.1.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 30 van 56

83. Ook na heroverweging is de AFM van oordeel dat de door de heer Kartaram uitgevoerde transacties in aandelen B&S niet tot doel hadden zijn positie in die aandelen uit te breiden of te verkleinen. Die transacties hadden enkel tot doel de spread die [A] hanteert in z'n geheel omhoog of omlaag te zetten, waardoor de prijzen die [A] biedt om Cfd-posities tegen te sluiten, in een voor hem gunstige richting bewogen. Daardoor was de heer Kartaram in staat zijn Cfd-posities in nagenoeg alle fases met winst te sluiten.³⁹ Die winst overtrof zijn verlies op de aandelen B&S (steeds stappen II en V). De heer Kartaram heeft hiermee niet gespeculeerd op een stijging of daling van de aandelenkoers, maar heeft deze zélf bewogen in de voor hem gewenste richting.
84. De AFM is na heroverweging van oordeel dat de handelswijze van de heer Kartaram in aandelen B&S daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen heeft afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel B&S. Zo hebben zijn forse kooptransacties (en zijn orders daartoe) in aandelen B&S de suggestie gewekt dat er veel vraag was naar het aandeel B&S, terwijl het doel van deze transacties niet lag in het uitbreiden van zijn aandelenbelang in B&S. Het daadwerkelijk doel lag immers in het in opwaartse richting bewegen van de aandelenkoers teneinde zijn Cfd-posities met winst te kunnen sluiten. De met zijn transacties en orders gesuggereerde vraag was er derhalve niet, waarmee die transacties en orders daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal hebben afgegeven. Hetzelfde geldt voor het signaal dat de heer Kartaram met zijn impactvolle verkooptransacties (en zijn orders daartoe) in aandelen B&S heeft afgegeven. Van deze transacties ging de suggestie uit dat er veel aanbod was van het aandeel B&S, terwijl het doel van deze transacties niet lag in het verminderen van zijn aandelenbelang in B&S. Het daadwerkelijke doel lag immers in het in neerwaartse richting bewegen van de aandelenkoers teneinde zijn Cfd-posities wederom met winst te kunnen sluiten. Het met zijn transacties en orders gesuggereerde aanbod was er derhalve niet, waarmee die transacties en orders daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal hebben afgegeven.
85. Tevens is de AFM ook na heroverweging van oordeel dat de handelswijze van de heer Kartaram de koers van het aandeel B&S daadwerkelijk of waarschijnlijk naar een abnormaal of kunstmatig niveau heeft gebracht. Doordat het doel van de aan- en verkooptransactie (en de orders daartoe) niet was gelegen in het uitbreiden of verkleinen van het aandelenbelang van de heer Kartaram, maar in het voor hem in een gunstige richting en naar een voor hem gunstig niveau bewegen van de bied- en laatprijzen van [A], is er geen sprake geweest van een integer proces van vraag en aanbod. De koers als resultante van dat niet integere proces en als resultante van de genoemde onjuiste of misleidende signalen, vormt daarom geen reële afspiegeling van de daadwerkelijke financiële en economische omstandigheden van

³⁹ In één halve fase op 23 februari 2021 heeft de heer Kartaram een klein verlies geleden. In alle andere fases heeft hij winst gemaakt.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 31 van 56

(het aandeel) B&S. Die koers is daarmee daadwerkelijk of waarschijnlijk abnormaal of kunstmatig, hetgeen het gevolg is van het handelsgedrag van de heer Kartaram.⁴⁰

86. Door daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen af te geven en de koers op een abnormaal of kunstmatig niveau te houden, heeft de heer Kartaram met *cross-product* manipulatie het verbod op marktmanipulatie in artikel 15 MAR overtreden.

Redenen tot boeteoplegging

87. Op de vier genoemde handelsdagen heeft de heer Kartaram maar liefst 23 forse op- en neerwaartse golfbewegingen in de koers van het aandeel B&S bewerkstelligd.⁴¹ Die koersbeweging is in strijd met het verbod op marktmanipulatie tot stand gekomen. Andere beleggers zijn in de momenten waarop de heer Kartaram het verweten handelsgedrag heeft vertoond daarom daadwerkelijk of waarschijnlijk geconfronteerd geweest met abnormaal of kunstmatig hoge en lage koersen en met onjuiste of misleidende signalen. Iedere belegger in het aandeel B&S of daarvan afgeleide producten is hierdoor in potentie benadeeld. Van belang is dat de heer Kartaram de koers van dat aandeel zowel daadwerkelijk of waarschijnlijk heeft doen stijgen (stap II) als daadwerkelijk of waarschijnlijk heeft doen dalen (stap V). Beleggers met een verwachting die strekt tot daling van het aandeel B&S worden door de met het handelsgedrag van de heer Kartaram geïnitieerde stijging benadeeld. Beleggers met een verwachting die strekt tot stijging van het aandeel B&S worden voorts door de met dat handelsgedrag geïnitieerde daling evenzeer benadeeld. In het bijzonder is hierbij [A] benadeeld. De winst die Kartaram in Cfd's B&S heeft gemaakt, gaat immers direct ten koste van [A]. Daarbij is [A] door de aandelentransacties van de heer Kartaram daadwerkelijk of waarschijnlijk misleid tot het afgeven van andere (voor de heer Kartaram gunstigere) prijzen waartegen Cfd-posities geopend en gesloten konden worden.
88. Naar het oordeel van de AFM, ook na heroverweging, is hier sprake van een ernstige overtreding: de heer Kartaram heeft willens en wetens met een "*slimme strategie*"⁴² winst gerealiseerd ten koste van [A] door orders in te leggen en transacties te verrichten die enkel het doel hadden [A] te bewegen tot voor hem gunstige bied- en laatprijzen. Dat heeft niets van doen met het legitiem gebruik maken van een "*marktimperfectie*". [A] is bewust gemanipuleerd. Dat heeft in ieder geval tot direct verlies door [A] geleid ten opzichte van de heer Kartaram, en mogelijk tot verlies ten opzichte van andere Cfd-beleggers. Het gaat om een verlies van ruim € 260.000 over de gehele periode waarin de heer Kartaram in Cfd's handelde. Net geen € 104.000 van dit verlies werd door [A] geleden op de vier hiervoor

⁴⁰ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 12.1.

⁴¹ Zie onder paragraaf II 'Handelsgedrag Kartaram'.

⁴² Zie randnummer 73 hierboven.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 32 van 56

uitgewerkte handelsdagen. Naar het oordeel van de AFM betreft dit een aanzienlijk verlies wat geenszins als verwaarloosbaar of onbeduidend kan worden gezien.

89. Als gezegd is voor een geïntegreerde, efficiënte en transparante financiële markt marktintegriteit van groot belang. Vandaar dat de Europese wetgever marktmisbruik als een belemmering voor volledige en reële markttransparantie beschouwt, terwijl deze transparantie voor marktdeelnemers juist een eerste vereiste is om handelstransacties te kunnen verrichten. Overtredingen van het verbod op marktmisbruik schaden de integriteit van de financiële markten en schenden het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten.⁴³ Het verlies van vertrouwen kan ertoe leiden dat beleggers en kapitaalvragers niet langer bereid zijn om actief te zijn op de financiële markten. De Europese wetgever beschouwt marktmisbruik daarom ook als een ernstig vergrijp en heeft voorzien in stevige administratieve sancties om bevoegde toezichthouders op te kunnen laten treden tegen marktmisbruik. Daarmee is een afschrikwekkend effect beoogd. Zo schrijft de MAR voor dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat er voor inbreuken op het verbod op marktmanipulatie een maximale boete moet gelden van ten minste € 5 miljoen (voor natuurlijke personen) en € 15 miljoen (voor rechtspersonen).⁴⁴ Beide voorschriften zijn geïmplementeerd in artikel 5 van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten (**BuEU**) in samenhang gelezen met bijlage 2 BuEU, waarbij is gekozen voor één maximumbedrag van € 15 miljoen. Het leidt geen twijfel dat overtreding van het verbod op marktmanipulatie als ernstig moet worden beschouwd en tot oplegging van aanzienlijke boetes moet kunnen leiden.
90. Gelet op voorgaand randnummer, noopt de ernstige overtreding door de heer Kartaram voor de AFM tot straffen door middel van leedtoevoeging. Het doel van die leedtoevoeging is generale en speciale preventie, waarvoor boeteoplegging het aangewezen middel is. Daarbij is de AFM ook na heroverweging van oordeel dat de belangen van de heer Kartaram bij het uitblijven van boeteoplegging niet opwegen tegen dat doel. Een aanzienlijke rol speelt daarbij dat de heer Kartaram bewust [A] heeft willen manipuleren tot het afgeven van voor hem gunstige prijzen ter verrijking van zichzelf. De schade die hij daarmee toebracht, leidt hem tot geen enkel berouw. Boeteoplegging is hiermee aangewezen, opportuun en evenredig.
91. Zonder daartoe van doorslaggevend belang te zijn, draagt aan de evenredigheid en opportuniteit van de boeteoplegging bij dat de heer Kartaram pas is gestopt met de handel in Cfd's, nadat [A] haar spread heeft verbreed. Het verbreden van de spread maakt het moeilijker om een positief resultaat te behalen met handel in Cfd's. Het hierboven in randnummer 31 opgenomen voorbeeld laat dat zien. Het verbreden van de spread heeft het voor de heer Kartaram in die zin niet langer interessant gemaakt

⁴³ Zie overweging 2 MAR.

⁴⁴ Zie artikel 30, tweede lid, aanhef en onder i) en j), MAR.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 33 van 56

om het verweten handelsgedrag te blijven vertonen. Hij verklaart daarover op 30 maart 2021 aan de AFM:

“RK: Omdat omdat de markt er dus dus in dit geval dit onderliggende voorbeeld ook gewoon gebeurt waarbij normaliter de de spread tussen de vier en acht cent is, heeft de marktpartij [AFM: [A]] dus de spread weer aangepast in zestien tot twintig cent eigenlijk gewoon.

(...)

“RK: Dus het is heel moeilijk om...om...de strategie winstgevend uit te voeren eigenlijk op op dit moment inderdaad. Als u ziet gewoon, ik heb geen posities meer kunnen innemen de afgelopen twee, drie weken, want het is niet profitabel meer eigenlijk gewoon.”⁴⁵ (onderstreping toegevoegd, AFM)

92. De overtreding is derhalve pas gestaakt, nadat die overtreding de heer Kartaram geen winst meer opleverde. Dit rekent de AFM de heer Kartaram ten zeerste aan. De AFM heeft immers op 2 maart 2021 telefonisch contact met hem opgenomen (zie Bijlage II), waarin de heer Kartaram is gewezen op het feit dat zijn structureel verlieslatende handel in het aandeel B&S de AFM is opgevallen. Daarbij is benoemd dat er opeenvolgende flinke aankopen en verkopen van de heer Kartaram zijn geconstateerd met forse koersimpact. In het telefoongesprek heeft de AFM daarover om opheldering gevraagd. De heer Kartaram heeft in dat gesprek verschillende verklaringen gegeven voor zijn verlieslatende handel in het aandeel B&S. Hij draagt onder meer jaarcijfers aan, het bedrijf komt weer uit Corona, cruiseschepen gaan weer varen, er “zit net niet genoeg liquiditeit of push” in, een onderwaardering in de koers en koerssprongen van 10% tot 20% in het verleden (zie Bijlage II). Gelet op het bewuste handelen wat de AFM hierboven in randnummer 88 heeft beschreven, acht de AFM deze verklaringen van de heer Kartaram ongeloofwaardig. Daarbij rekent de AFM het de heer Kartaram zwaar aan dat hij, op een vraag daartoe van de AFM, aangeeft niet tevens te handelen in van het aandeel B&S afgeleide producten of “andere zaken of andere dingen”. De handel in het aandeel B&S door de heer Kartaram was immers volledig gericht op het maken van winst in Cfd’s B&S. Dat de heer Kartaram niet zou weten dat ook Cfd’s gereguleerd zijn, doet in dat licht niet ter zake. Het is de AFM duidelijk te doen geweest om een verklaring voor de opvallende en verlieslatende handel in het aandeel B&S en de werkelijke verklaring heeft de heer Kartaram bewust achtergehouden. Vervolgens heeft de heer Kartaram het verweten handelsgedrag voortgezet. Dat handelsgedrag had nooit mogen worden vertoond en het telefoongesprek had direct tot staken moeten leiden, gegeven de kennis die de heer Kartaram over

⁴⁵ Zie Bijlage IV.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 34 van 56

zijn eigen handelen had. Het verdwijnen van het winstperspectief door het verbreden van de spread, is echter wat de heer Kartaram pas tot staken heeft bewogen.

Boetehoogte

93. De AFM voert een boetetoemeteringsbeleid teneinde de boetehoogte in een concreet geval vast te stellen aan de hand van het basisbedrag. Dat basisbedrag betreft € 7,5 miljoen voor overtreding van het verbod op marktmanipulatie.⁴⁶ Het huidig boetetoemeteringsbeleid (**Boetetoemeteringsbeleid AFM 2021**)⁴⁷ is in werking getreden op 1 juli 2021. Artikel 6.3 Boetetoemeteringsbeleid AFM 2021 bepaalt dat het oude boetetoemeteringsbeleid⁴⁸ van toepassing is op overtredingen die zijn aangevangen voorafgaand aan 1 juli 2021 indien dat gunstiger is voor de overtreder. Naar het oordeel van de AFM is het oude boetetoemeteringsbeleid van de AFM in dit geval niet gunstiger dan het Boetetoemeteringsbeleid AFM 2021 (zie randnummer 97 hieronder). In dit geval zal de AFM daarom laatstgenoemd boetetoemeteringsbeleid toepassen.
94. Het Boetetoemeteringsbeleid AFM 2021 kent in stappen 1 en 2 de mogelijkheid het basisbedrag te verhogen of te verlagen op grond van de ernst en duur van de overtreding en de verwijtbaarheid. Naar het oordeel van de AFM is er, ook na heroverweging, ten aanzien van die stappen geen sprake van omstandigheden die aanleiding zouden geven tot die verhoging of verlaging. De AFM licht dit toe aan de hand van de omstandigheden als bedoeld in artikel 1b, aanhef en *onderdelen a tot en met g*,⁴⁹ van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (**Bbbfs**).
95. Zoals hierboven in randnummer 80 tot en met 92 aangegeven, gaat het in het kader van de ernst en duur van de overtreding om structureel vertoond handelsgedrag op in ieder geval vier handelsdagen over een periode van twee maanden (*onderdeel a*). Met dat handelsgedrag is een aanzienlijk voordeel behaald (*onderdeel b*) en bewust schade toegebracht aan derden (*onderdeel c*) door de heer Kartaram. Daarin ziet de AFM geen reden tot verlaging, maar ook niet tot verhoging, en komt tot een gemiddelde ernst van de overtreding. De gevolgen van de overtreding voor het financieel stelsel (*onderdeel d*) zijn onduidelijk en brengen hier daarom geen gewicht in de schaal.
96. Ook in de verwijtbaarheid van de heer Kartaram ziet de AFM geen reden om tot verhoging of verlaging van het basisbedrag over te gaan. Zoals hierboven in randnummers 80 tot en met 92 is uiteengezet, heeft de heer Kartaram willens en wetens de koers van het aandeel B&S bewogen teneinde [A] te

⁴⁶ Zie artikel 1:81, derde lid, aanhef en onder b, Wft op grond waarvan in bijlage 2 BuEU het maximumbedrag voor overtreding van artikel 15 MAR is vastgesteld op € 15 miljoen. Op grond van artikel 1:81, derde lid, aanhef en onder c, Wft bedraagt het basisbedrag € 7,5 miljoen.

⁴⁷ *Stcrt.* 2021, 29600.

⁴⁸ Te downloaden via <https://www.afm.nl/~profmedia/files/afm/2017/boetetoemeteringsbeleid-2015.pdf>

⁴⁹ Het nemen van maatregelen ter voorkoming van herhaling (*onderdeel h*) mist in onderhavig geval relevantie.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 35 van 56

manipuleren en daarmee winst te maken (*onderdeel e*). Verder kan, gelet op randnummers 91 en 92 hierboven, niet worden gesproken van medewerking van de heer Kartaram tot het staken van de overtreding (*onderdeel g*). De AFM ziet daarom geen reden om tot matiging over te gaan. Dat dit de eerste door de AFM vastgestelde overtreding door de heer Kartaram van het verbod op marktmanipulatie is (*onderdeel f*), maakt dit niet anders in het licht van het bewuste gedrag van de heer Kartaram. Dat de heer Kartaram stelt niet op de hoogte te zijn geweest van de geldende wet- en regelgeving maakt dit evenmin anders.⁵⁰

97. Gelet op voorgaande randnummers 94 tot en met 96 geven stappen 1 en 2 van het Boetetoemittingsbeleid AFM 2021 geen aanleiding tot verhoging of verlaging. Stap 3, recidive, geeft dat evenmin, nu er geen sprake is van een herhaalde boeteoplegging ten aanzien van eenzelfde overtreding. Stap 4, de omvangtabel, geeft thans aanleiding tot een andere correctie op het basisbedrag dan de 50% correctie die in het Boetebesluit is toegepast. Eerst nadat het Boetebesluit is genomen, heeft de heer Kartaram stukken overgelegd, waarmee aannemelijk is gemaakt dat zijn eigen vermogen negatief is (zie randnummer 151 hieronder). Op basis van de omvangtabel moet het basisbedrag van € 7,5 miljoen daarom worden gecorrigeerd tot 5%, zijnde € 375.000. Nu het eigen vermogen van de heer Kartaram negatief is en hij voorts aannemelijk heeft gemaakt thans geen salaris te ontvangen en anderszins geen inkomen te genereren, is de AFM van oordeel dat het boetebedrag tot het verkregen voordeel dient te worden gematigd (stappen 6 en 7). Dat verkregen voordeel is berekend op € 99.790 (zie hierboven randnummer 34), wat conform het Boetetoemittingsbeleid AFM 2021 naar beneden wordt afgerond op € 99.000.
98. In het licht van het voorgaande, en in het bijzonder de eerst na het Boetebesluit aannemelijk gemaakte financiële draagkracht van de heer Kartaram, is de AFM na heroverweging van oordeel dat een boete van € 99.000 passend en geboden is. Hieronder zal de AFM ingaan op de bezwaargronden.

⁵⁰ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 14.2.

V. Beoordeling van de bezwaargronden A tot en met E

A. Geen marktmanipulatie

99. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 100 tot en met 104 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van de heer Kartaram en niet dat van de AFM.
100. De heer Kartaram heeft de markt niet gemanipuleerd. Althans, niet is gebleken dat zijn handelen een negatieve uitwerking op de koersvorming heeft gehad. Er dient een onderscheid gemaakt te worden tussen marktmanipulatie en (geoorloofde) koersbeïnvloeding. Het aan- en verkopen van grote aantallen aandelen is niet onrechtmatig.
101. De heer Kartaram dacht een “*marktimperfectie*” gevonden te hebben, aangezien niet alle spelers die op de kapitaalmarkt actief zijn over dezelfde kennis en informatie beschikken.⁵¹ Die marktimperfectie bestond eruit dat met de juiste aan- en verkooptransacties in het aandeel B&S geld kan worden verdiend met de Cfd's: daar waar de heer Kartaram met verlies een verkooptransactie deed met de aandelen B&S, maakte hij winst op zijn Cfd's (zie randnummer 73 hierboven).
102. Er is niets mis is met de transacties van de heer Kartaram. Van belang daarbij is dat de transacties in Cfd's over-the-counter (**OTC**) zijn gesloten. Het zijn derhalve geen transacties geweest met de markt, maar met een broker (te weten [A]). Voorts is van belang dat andere partijen er financieel niet op achteruit zijn gegaan nu de aandelentransacties van de heer Kartaram per saldo verlieslatend waren.
103. Daarnaast is van belang dat, hoewel de koers door zijn handelen is beïnvloed, er van dit handelen geen onjuiste of misleidende signalen te duchten waren of zijn uitgegaan met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van aandelen B&S. Althans, dat deze onjuiste of misleidende signalen nooit door de heer Kartaram zijn beoogd. Daarbij komt dat er geen gevolgen zijn geweest voor het marktvertrouwen en dat er geen sprake is geweest van verstoring van de (reële) economie.
104. Voorts heeft te gelden dat de koersschommelingen van 2% tot 3% die de AFM de heer Kartaram aanrekent, behoren tot het normale beeld bij illiquide fondsen, zoals het aandeel B&S. Nu de AFM niet heeft onderzocht wat de daadwerkelijke (negatieve) uitwerking op de koersvorming van het aandeel B&S is geweest, heeft de AFM niet, althans onvoldoende, aan haar zorgplicht voldaan. Daarbij komt dat het handelen van de heer Kartaram ook voor anderen eenvoudig te herhalen is. Het verbod op marktmanipulatie dient alleen van toepassing te zijn op transacties die een negatieve uitwerking

⁵¹ De heer Kartaram geeft dit aan met een verwijzing naar investopedia.com, zie Aanvullend bezwaarschrift, p. 4.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 37 van 56

hebben op de koersvorming. Op basis van het voorgaande, is de heer Kartaram van mening dat er geen sprake is van een overtreding van artikel 15 MAR.

Reactie AFM

105. De AFM is, ook na heroverweging, van oordeel dat er sprake is geweest van marktmanipulatie. Het andersluidende oordeel van de heer Kartaram kan de AFM niet volgen. Zowel hiervoor⁵² als in het Boetebesluit, heeft de AFM uitvoerig toegelicht waarom zij van oordeel is dat de handel in aandelen B&S aan de ene kant en de handel in Cfd's B&S aan de andere kant, in samenhang bezien handelsgedrag vormt dat kwalificeert als *cross-product* manipulatie. Daarbij heeft de AFM gemotiveerd uiteengezet dat het verweten handelsgedrag van de heer Kartaram tot gevolg heeft dat daadwerkelijk of waarschijnlijk enerzijds onjuiste of misleidende signalen zijn afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel B&S en anderzijds de koers van dat aandeel op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht. De AFM constateert dat geen van de argumenten of stellingen van de heer Kartaram in zijn bezwaar daartegen zijn gericht, anders dan de ontkenning dat dergelijke signalen zijn afgegeven en de stelling dat die afgifte nooit door Kartaram is beoogd. Beide stellingen kan de AFM niet volgen: de eerste wegens gebrek aan onderbouwing en de tweede nu opzet geen bestandsdeel is van de delictsomschrijving.⁵³ Of de heer Kartaram de signalen heeft willen afgeven, is derhalve niet relevant.
106. De stelling van de heer Kartaram dat er onderscheid gemaakt dient te worden tussen marktmanipulatie en “(geoorloofde) koersbeïnvloeding” kan op geen enkele steun van de AFM rekenen. “(Geoorloofde) koersbeïnvloeding” veronderstelt namelijk dat het doel van een transactie zou mogen zijn gelegen in het veranderen of beïnvloeden van de koers. Naar het oordeel van de AFM kan het veranderen of beïnvloeden van de koers echter nooit een legitiem *doel* zijn van een transactie. Transacties met dit doel zijn juist het schoolvoorbeeld van marktmanipulatie, zoals dat in artikel 12 van de MAR is neergelegd. Voor zover de heer Kartaram met zijn stelling echter bedoelt dat transacties in (illiquide) fondsen een *koersbeweging tot gevolg kunnen hebben*, merkt de AFM op dat hierover geen verschil van inzicht bestaat. Dat laat echter onverlet dat er in de handelswijze van de heer Kartaram op geen enkele wijze een legitiem doel valt te ontdekken. De heer Kartaram had namelijk niet als doel om zijn aandelenbelang in B&S uit te breiden of te verminderen, maar om de aandelenkoers in een zodanige richting te bewegen dat hij in staat werd gesteld om zijn Cfd-posities met winst te kunnen sluiten.⁵⁴

⁵² Zie randnummers 80 – 86 hierboven.

⁵³ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 12.2.

⁵⁴ Zie randnummers 82 – 86 hierboven.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 38 van 56

107. Anders dan de heer Kartaram meent, is voor de kwalificatie als marktmanipulatie niet van belang of zijn handelen een negatieve uitwerking heeft gehad op de koersvorming.⁵⁵ Het koersverloop of de richting daarvan, maakt immers geen onderdeel uit van de delictsomschrijving in de MAR. In dat licht kan de AFM de stelling ook niet volgen dat het verbod op marktmanipulatie alleen van toepassing dient te zijn op transacties die een negatieve uitwerking hebben op de koersvorming. Het argument dat de AFM door deze uitwerking niet te onderzoeken niet, althans onvoldoende, aan haar zorgplicht heeft voldaan, mist daarom feitelijke en juridische grondslag en doet niet af aan de kwalificatie van het handelsgedrag van de heer Kartaram als een overtreding van het verbod op marktmanipulatie.
108. Met de heer Kartaram is de AFM van oordeel dat het aan- en verkopen van grote aantallen aandelen op zichzelf niet onrechtmatig hoeft te zijn. Het verwijt dat de AFM de heer Kartaram maakt, is ook niet gericht op dergelijke grote aan- en verkopen. Dat verwijt is gericht op het daadwerkelijk of waarschijnlijk afgeven van meergenoemde onjuiste of misleidende signalen en het daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen van de koers.⁵⁶ Het aan- en verkopen van grote aantallen aandelen was daarbij een door de heer Kartaram gebruikt middel en vormt niet de kern van het verwijt.
109. Dat de heer Kartaram met zijn handelswijze dacht een “*marktimperfectie*” gevonden te hebben, doet niets af aan het onjuiste of misleidende karakter van de signalen die met deze handelswijze daadwerkelijk of waarschijnlijk zijn afgegeven of de omstandigheid dat deze de koers van het aandeel B&S daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau hebben gebracht. In randnummers 84 en 85 hierboven, is de AFM daar al op ingegaan. De MAR bevat en bewaakt de voorwaarden die noodzakelijk zijn voor een geïntegreerde, efficiënte en transparante markt.⁵⁷ Tegen deze achtergrond klemt het des te meer dat de heer Kartaram, naar eigen zeggen, op “*slimme*” wijze misbruik heeft gemaakt van een beweerde “*marktimperfectie*” door bewust [A] te manipuleren tot het afgeven van voor hem gunstige bied- en laatprijzen. De omstandigheid dat zijn handelswijze eenvoudig te herhalen zou zijn, rechtvaardigt deze handelswijze allerm minst en kan daarom ook niet tot een ander oordeel leiden.
110. Met de stelling dat andere partijen er financieel niet op achteruit zijn gegaan, lijkt de heer Kartaram zijn ogen te sluiten voor de werkelijke gang van zaken. De AFM stelt voorop dat financieel nadeel bij andere partijen geen onderdeel uitmaakt van de delictsomschrijving en in die zin irrelevant is. Gelet op de veronachtzaming van de belangen van zijn wederpartijen die de heer Kartaram met zijn stellingname tentoonspreidt, wenst de AFM hierop toch in te gaan. Het moet de heer Kartaram in dit verband duidelijk zijn geweest dat zijn winst in Cfd’s B&S een evenzo groot verlies met zich brengt voor

⁵⁵ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 12.1.

⁵⁶ Zie artikel 12, eerste lid, aanhef en onder a, MAR.

⁵⁷ Zie overweging 2 MAR.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	39 van 56

[A], zeker gelet op zijn gestelde kennis op het gebied van algoritmes en patronen. Zo heeft de handelswijze van de heer Kartaram in ieder geval direct tot een verlies door [A] geleid. Het gaat in ieder geval om een verlies van ruim € 260.000 euro ten opzichte van de heer Kartaram over de gehele periode waarin de heer Kartaram in Cfd's handelde. Van dit verlies werd net geen € 104.000 door [A] geleden op de vier uitgewerkte handelsdagen. Daarbij komt dat dit alleen het verlies van [A] betreft ten opzichte van de heer Kartaram. Niet valt uit te sluiten dat [A] door de handelswijze van de heer Kartaram ook ten opzichte van andere Cfd-beleggers verliezen heeft geleden. De enkele omstandigheid dat de aandelentransacties van de heer Kartaram per saldo verlieslatend zijn geweest, rechtvaardigt evenmin de conclusie dat andere partijen er niet financieel op achteruit zijn gegaan. Zo is goed voorstelbaar dat beleggers die geïnteresseerd waren in de aan- of verkoop van aandelen B&S daartoe, vanwege de door de heer Kartaram bewerkstelligde koersschommelingen, niet of tegen een minder gunstige prijs zijn overgegaan dan wanneer de heer Kartaram deze koersschommelingen niet had veroorzaakt (zie randnummer 87 hierboven).

111. De stelling dat er geen gevolgen zijn geweest voor het marktvertrouwen en dat er geen sprake is geweest van verstoring van de (reële) economie is verder niet door de heer Kartaram onderbouwd. Nog daargelaten dat deze omstandigheden niet relevant zijn voor de beoordeling of er in dit kader sprake is van een overtreding, kan de AFM deze stellingen reeds daarom niet volgen.⁵⁸ Ten overvloede wijst de AFM ter illustratie in dit verband op het bericht op een forum van [...], waaruit blijkt dat overige (potentiële) beleggers in het aandeel B&S door de handelswijze van de heer Kartaram zijn meegenomen in een 'achtbaan' die niet te verklaren was.⁵⁹
112. Deze bezwaargrond treft geen doel. De AFM blijft na heroverweging van oordeel dat de heer Kartaram artikel 15 van de MAR heeft overtreden op 15 en 23 februari 2021 en 12 en 15 maart 2021.

B. Boete niet evenredig

113. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 114 en 115 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van de heer Kartaram en niet dat van de AFM.
114. De boeteoplegging is niet evenredig en daardoor in strijd met artikel 3:4 Awb. De doelstelling van de MAR bestaat eruit de integriteit van de financiële markten te beschermen en het beleggersvertrouwen te vergroten, dat op zijn beurt berust op de zekerheid dat beleggers op voet van gelijkheid zullen verkeren en worden beschermd tegen misbruik van voorwetenschap. In het licht van die doelstelling geldt dat het handelen van de heer Kartaram geen schadelijke gevolgen heeft gehad voor het marktvertrouwen of het financieel stelsel, althans geen gevolgen van enige betekenis. Van

⁵⁸ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 12.1.

⁵⁹ Zoals te lezen was op [website]: "Wat gebeurt hier allemaal joh! Lijkt wel een 8baan."

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 40 van 56

marktverstoring is geen sprake. De AFM heeft niet onderzocht wat de daadwerkelijke uitwerking op de koersvorming is geweest van het handelen van de heer Kartaram en in hoeverre dit negatief was. Nu elke particulier met eigen vermogen dat handelen eenvoudig ook zou kunnen verrichten, bestaat de noodzaak tot zo'n onderzoek. Door zo'n onderzoek na te laten, verzuimt de AFM haar zorgplicht na te komen, wordt afbreuk gedaan aan het afschrikkende effect dat is beoogd met een boete en is de boete niet evenredig. Dit geldt temeer nu het om de hoogste boete gaat die de AFM ooit aan een particulier heeft opgelegd.

115. Voorts is de boete niet evenredig, omdat er geen noodzaak bestaat tot een afschrikwekkend effect richting de heer Kartaram, nu hij direct is gestopt met de aandelentransacties, nadat hij er op 16 maart 2021 door [B] op is gewezen dat hij zich schuldig heeft gemaakt aan zogeheten 'wash trades' (zie randnummer 71 hierboven). Verder maken de beperkte ernst en duur van de beweerde overtreding en het verwaarloosbare voordeel dat is behaald, dat noodzaak ontbreekt tot het afschrikken van potentiële overtreders. Boeteoplegging, zeker nu die buitenproportioneel is, had daarom achterwege moeten worden gelaten. De AFM had moeten volstaan met een waarschuwing of voordeelsontneming en het is onduidelijk waarom zij daarmee niet heeft volstaan.

Reactie AFM

116. De AFM is, ook na heroverweging, van oordeel dat het besluit tot het opleggen van een boete aan de heer Kartaram evenredig is. Naar het oordeel van de AFM zijn de nadelige gevolgen van dit besluit niet onevenredig in verhouding tot de met het besluit te dienen doelen, waardoor het besluit niet in strijd is met artikel 3:4, tweede lid, Awb.
117. Onder randnummers 87 tot en met 92 van deze beslissing op bezwaar heeft de AFM uitvoerig toegelicht waarom boeteoplegging aangewezen, opportuun en evenredig is. De kern daarvan is dat de heer Kartaram een ernstige overtreding van het verbod op marktmisbruik heeft begaan, daarmee daadwerkelijk en waarschijnlijk schade heeft toegebracht aan beleggers en dat de Nederlandse wetgever, in navolging van de Europese, heeft voorzien in stevige bestuurlijke boetes om dergelijke overtredingen te bestraffen. Daarmee is een afschrikwekkend effect beoogd.⁶⁰ De argumenten die de heer Kartaram hiertegen inbrengt, kan de AFM niet volgen. Dit wordt hieronder toegelicht.
118. De heer Kartaram lijkt te stellen dat hij geen schade heeft toegebracht aan het marktvertrouwen, dat daarom geen afbreuk is gedaan aan de doelstellingen van de MAR en dat daarom boeteoplegging niet evenredig zou zijn, kennelijk wegens een verminderde ernst. De AFM heeft hierboven in randnummer 88 uiteengezet dat het verweten handelsgedrag van de heer Kartaram tot verlies heeft geleid bij [A] en mogelijk bij andere beleggers in Cfd's of aandelen B&S. Nu dat handelsgedrag in strijd met het verbod

⁶⁰ Zie overweging 71 MAR.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 41 van 56

op marktmanipulatie is verricht, is dat verlies in strijd met de MAR op niet integere wijze veroorzaakt door de heer Kartaram. Dit is precies wat de MAR heeft willen voorkomen, waarmee het gedrag van de heer Kartaram wel degelijk, en op aanzienlijk wijze, afbreuk doet aan de doelstellingen van de MAR. Een nader onderzoek naar *“daadwerkelijke uitwerking op de koersvorming”*⁶¹ voegt hieraan niets toe, zeker niet in het licht van het uitvoerige en zorgvuldige onderzoek wat de AFM heeft gedaan⁶² en wat heeft geleid tot de vaststellingen over het effect van het handelsgedrag van de heer Kartaram op de koersvorming van de aandelen en Cfd's B&S (zie paragraaf II hierboven). Dat de AFM onvoldoende zorgvuldig onderzoek zou hebben gedaan, kan de AFM daarom niet volgen. Evenmin kan de AFM volgen dat het uitblijven van het door de heer Kartaram bedoelde nader onderzoek afbreuk zou doen aan het afschrikwekkend effect van de boete. Dat effect is immers besloten in de aard van de bestraffende maatregel en staat dogmatisch gezien los van het daaraan ten grondslag liggende onderzoek.

119. Gelet op voorgaand randnummer, brengen de stellingen van de heer Kartaram ten aanzien van de doelstellingen van de MAR en nader onderzoek naar de koersvorming geen gewicht in de schaal bij de evenredigheidsafweging. Datzelfde geldt voor de beweerde omstandigheid dat elke particulier het handelen eenvoudig ook zou kunnen verrichten. Dat andere personen ook een overtreding kunnen begaan, doet immers niets af aan de vaststelling dat de heer Kartaram een overtreding heeft begaan en de omstandigheden waaronder hij die overtreding heeft begaan. En die vaststelling is nu juist relevant bij de evenredigheidsafweging.
120. Het gedrag van de heer Kartaram is in hoge mate laakbaar: zelfs na expliciet contact hierover met de AFM (zie randnummer 70 hierboven), heeft het afschrikwekkende effect dat uit zou moeten gaan van de stevige administratieve sanctie die op overtreding van het verbod op marktmanipulatie is gesteld, de heer Kartaram niet belet om het verweten handelsgedrag voort te zetten. Daarbij komt dat dit handelsgedrag bewuste manipulatie van de aandelenkoers en van [A] inhield. Leedtoevoeging gepaard met zowel een generiek als een speciaal afschrikwekkend effect is dan ook geboden. De andersluidende stelling van de heer Kartaram kan niet door de AFM worden gevolgd. Hierbij merkt de AFM op dat de evenredigheidsafweging geen rechtsregel kent op grond waarvan de AFM de noodzaak tot een afschrikwekkend effect zou moeten aantonen. Van belang is dat de AFM zich, om voorgaande redenen, een afschrikwekkend effect en leedtoevoeging tot doel heeft gesteld met de opgelegde maatregel en dat dit doel de keuze voor een boete noodzakelijk maakt.⁶³ De omstandigheid dat hier mogelijk sprake is van de hoogste boete die ooit door de AFM aan een particulier is opgelegd, is in dat

⁶¹ Aanvullend bezwaarschrift, p. 18.

⁶² De AFM ziet voor dit oordeel bevestiging in de Vovo-uitspraak onder randnummer 8.2.

⁶³ Zie ABRvS 2 februari 2022, ECLI:NL:RVS:2022:285, r.o. 7.7, waarin de noodzaak van een besluit wordt beoordeeld in relatie tot het doel ervan.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 42 van 56

licht dan ook eerder een gevolg van het beoogde afschrikwekkende effect en de ernst van de overtreding, dan dat het afbreuk doet aan de evenredigheid van boeteoplegging.

121. Voorts acht de AFM het niet aannemelijk dat de heer Kartaram op basis van de gesprekken met [B] is gestopt met het verweten handelsgedrag. Daarbij weegt de AFM mee dat deze gesprekken gingen over een andere vorm van marktmanipulatie dan waar de door de AFM geconstateerde overtreding op ziet. Ook de inhoud van deze gesprekken vormt voor de AFM geen aanleiding om te veronderstellen dat de heer Kartaram op basis hiervan is gestopt. Zo probeert de heer Kartaram in het gesprek met [B] op 16 maart 2021 meermaals duidelijk te krijgen of het wel is toegestaan om aandelen eerst te kopen om deze daarna te verkopen.⁶⁴ In dat gesprek wordt het de heer Kartaram duidelijk dat de ‘wash trades’ het gevolg waren van het feit dat niet-uitgevoerde kooporders niet door de heer Kartaram werden geannuleerd. Zijn kooporders bleven derhalve in het orderboek liggen op het moment dat de heer Kartaram besloot om de aandelen te verkopen en daartoe verkooporders in te leggen. Deze verkooporders werden vervolgens gematcht met zijn niet-geannuleerde kooporders. Zodra de oorzaak van de ‘wash trades’ bij de heer Kartaram bekend was, gaf hij diverse keren (waaronder bij de afsluiting van het gesprek) aan dat hij zijn handelssystemen anders wilde programmeren om te voorkomen dat openstaande koop- en verkooporders tegen elkaar zouden kunnen matchen.⁶⁵ De AFM ziet hierin geen enkele bevestiging voor het standpunt dat de gesprekken met [B] de reden zijn geweest voor de heer Kartaram om met het (door de AFM) verweten handelsgedrag te stoppen. Zoals aangegeven onder randnummers 91 en 92 is de overtreding pas gestaakt nadat [A] haar spread heeft verbreed, waardoor die overtreding de heer Kartaram geen winst meer opleverde. De heer Kartaram is in dit kader gedreven door winstbejag, niet door wetsgetrouwheid. De enkele opmerking van de heer Kartaram in het gesprek met [B] dat hij geen illegale dingen gaat doen waarvoor hij in de gevangenis komt, maakt dit niet anders.

⁶⁴ Zie citaat uit Bijlage III: *“Maar even heel belangrijk he. Het heeft dus echt te maken met het feit dat we echt de definities goed hebben. Als we kopen kopen kopen en daarna gaan we verkopen dan is dat geen wash trade, toch? Heel duidelijk.”*

⁶⁵ Zie citaten uit Bijlage III: *“Nee dan is de definitie duidelijk. Nee want dan ga ik gewoon zorgen dat het gewoon goed in wordt geprogrammeerd. Dat je geen openstaande orderboek hebt staan weet je wel dan laat ik dat inprogrammeren vandaag een dubbele check gewoon doen maar dan kunnen de simulaties gewoon blijven draaien gewoon”* en *“Nee helemaal goed in ieder geval bedankt in ieder geval en we gaan het gewoon inregelen vanaf vandaag”*.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 43 van 56

122. De AFM blijft na heroverweging van oordeel dat het besluit tot het opleggen van een boete aan de heer Kartaram evenredig is, gelet op de omstandigheden waaronder de overtreding is begaan en het doel waarmee de boete is opgelegd (beide als gemotiveerd toegelicht in randnummers 87 tot en met 92 hierboven). De stelling van de heer Kartaram dat de AFM had moeten volstaan met een waarschuwing of voordeelsontneming kan in dat licht niet worden gevolgd.
123. Deze bezwaargrond treft geen doel.

C. Geen grondslag boeteverhoging

124. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 125 tot en met 130 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van de heer Kartaram en niet dat van de AFM. Ter toelichting brengt de AFM hier in herinnering dat de Wft een boetesystematiek van maximum- en basisbedragen kent. Het maximumbedrag voor overtreding van het verbod op marktmanipulatie is op grond van artikel 5 en bijlage 2 van het BuEU verhoogd van het standaardbedrag voor een overtreding in de derde categorie van € 5 miljoen⁶⁶ naar € 15 miljoen. De AFM heeft de helft daarvan, € 7,5 miljoen, als basisbedrag gehanteerd bij de bepaling van de hoogte van de boete.⁶⁷
125. De verhoging in het BuEU van het minimale boetebedrag van € 5 miljoen naar € 15 miljoen, ontbeert wettelijke grondslag. Daarom moet het BuEU buiten toepassing worden gelaten. De toepassing van dat verhoogde boetebedrag in het Boetebesluit is daarom in strijd met *“hogere regelgeving, het materiele [sic] gelijkheidsbeginsel en het rechtszekerheids- en legaliteitsbeginsel”*.⁶⁸
126. Artikel 30 MAR geeft de opdracht aan lidstaten om voor overtredingen van (onder meer) artikel 15 MAR ten minste een maximale administratieve financiële sanctie op te leggen van € 5 miljoen voor natuurlijke personen⁶⁹ en € 15 miljoen voor rechtspersonen.⁷⁰ Op grond van het derde lid van artikel 30 MAR kunnen lidstaten in hogere sancties voorzien dan die in het tweede lid zijn genoemd. Het gaat hier om een lidstaatoptie, waarbij lidstaten van dat derde lid gebruik *moeten* maken om voor een overtreding te kunnen voorzien in een hoger maximumbedrag. Uit de transponeringstabel bij de Memorie van Toelichting bij de Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik volgt echter dat de Nederlandse wetgever *geen* gebruik heeft gemaakt van de lidstaatoptie van het derde lid.⁷¹ Daarmee ontbreekt elke juridische grondslag voor de verhoging van het maximumbedrag van € 5 miljoen naar € 15 miljoen als het om natuurlijke personen gaat. Zowel de AFM als de

⁶⁶ Zie artikel 1:81, tweede lid, Wft.

⁶⁷ Zie artikel 1:81, derde lid, onderdeel c, Wft.

⁶⁸ Aanvullend bezwaarschrift, p. 5.

⁶⁹ Zie artikel 30, tweede lid, aanhef en onder i), MAR.

⁷⁰ Zie artikel 30, tweede lid, aanhef en onder j), MAR.

⁷¹ Zie *Kamerstukken II 2015-2016*, 34 455, nr. 3, p. 22.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 44 van 56

Voorzieningenrechter miskennen dit, waarbij de Voorzieningenrechter nog opmerkt dat artikel 30, derde lid, MAR, voor die verhoging niet hoeft te worden gehanteerd. Daarmee zou dat derde lid zinledig worden.

127. Van belang is dat artikel 30, tweede lid, MAR in onderdelen i en j een onderscheid maakt tussen de minimale maximum boetebedragen voor natuurlijke personen (€ 5 miljoen) en rechtspersonen (€ 15 miljoen). In de in voorgaand randnummer genoemde transponeringstabel is ten aanzien van artikel 30, derde lid, MAR opgenomen dat het om een facultatieve bepaling gaat waarvan geen gebruik wordt gemaakt door de wetgever. Hieruit volgt dat de wetgever voor natuurlijke personen geen hoger boetemaximum heeft willen vaststellen dan € 5 miljoen en voor rechtspersonen niet hoger dan € 15 miljoen. De verhoging van het maximumbedrag in het Boetebesluit voor de heer Kartaram naar € 15 miljoen is hiermee in strijd.
128. Het maximale boetebedrag op grond van artikel 1:81, tweede lid, Wft is € 5 miljoen. In relatie tot een aantal Europese verordeningen die een hoger maximum vereisen (zoals artikel 30 MAR voor rechtspersonen dat doet, namelijk € 15 miljoen) wenste de wetgever de systematiek van artikel 1:81 Wft niet te wijzigen. Zij heeft daarom een grondslag voor verhoging gecreëerd voor bijzondere gevallen.⁷² De opdracht van artikel 30 MAR tot het stellen van een minimale maximum boete van € 15 miljoen voor rechtspersonen is zo'n bijzonder geval. De opdracht van artikel 30 MAR tot het stellen van een minimale maximum boete van € 5 miljoen is *niet* zo'n bijzonder geval. De maximum boete voor natuurlijke personen is immers al € 5 miljoen op basis van artikel 1:81 Wft. De wetgever heeft aan eerstgenoemde opdracht uitvoering gegeven met de in het BuEU opgenomen verhoging naar € 15 miljoen. Daarbij gaat het om uitvoering van de opdracht van artikel 30 MAR voor *rechtspersonen* en niet om het gebruik van de hiervoor in randnummer 126 besproken lidstaatoptie.
129. Uit de toelichting bij het BuEU blijkt ook dat de verhoging van het minimale maximum boetebedrag naar € 15 miljoen enkel ter uitvoering is van de opdracht in de MAR daartoe en niet ter uitvoering van een lidstaatoptie.⁷³ De verhoging heeft ook daarom enkel betrekking op rechtspersonen en niet op natuurlijke personen. Dit volgt ook uit literatuur.⁷⁴ Van belang is hierbij dat artikel 1:81, derde lid, Wft alleen ter uitvoering van *bindende* EU-rechtshandelingen de bevoegdheid geeft om bij algemene maatregel van bestuur (**AMVB**) de basis- en maximumbedragen van bepaalde boetecategorieën te verhogen. De MAR bindt lidstaten echter niet om ten aanzien van natuurlijke personen het minimale maximum boetebedrag te verhogen. De grondslag voor verhoging ontbreekt en het Boetebesluit kan

⁷² De heer Kartaram verwijst naar *Kamerstukken II 2015-2016*, 34 455, nr. 3, p. 9-10.

⁷³ De heer Kartaram verwijst naar *Stb.* 2017, 300, p. 10, 20 en 43.

⁷⁴ De heer Kartaram verwijst naar [...] e.a., *Handboek Marktmissbruik* (O&R nr. 104) 2018/10.3.4.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 45 van 56

daarom geen standhouden, zeker niet zonder dat over het niet gebruiken van de besproken lidstaatoptie een debat is gevoerd door de wetgever.

130. Gelet op voorgaande randnummers 124 tot en met 129, zou de AFM een lager basisbedrag hebben moeten hanteren, wat ook tot een lager boetebedrag zou hebben geleid. Daarbij is van belang dat de hoogte van het basisbedrag van € 7,5 miljoen tot extra reputatieschade leidt voor de heer Kartaram.

Reactie AFM

131. De AFM is, ook na heroverweging, van oordeel dat het basisbedrag dat zij moet toepassen voor overtreding van artikel 15 MAR € 7,5 miljoen is. Het andersluidende betoog van de heer Kartaram kan de AFM niet volgen. Zij licht dat toe.
132. Artikel 1:81, derde lid, aanhef, Wft geeft de bevoegdheid bij AMVB de basis- en maximumbedragen te verhogen voor boetes wegens overtredingen die bij diezelfde maatregel worden aangewezen. Gelet op de redactie van de bepaling, is genoemde bevoegdheid enkel verleend ter uitvoering van bindende EU-rechtshandelingen. De MAR is zo'n bindende EU-rechtshandeling en geeft lidstaten de opdracht tot het stellen van minimale maximumbedragen van € 5 miljoen voor natuurlijke personen en € 15 miljoen voor rechtspersonen voor een boete wegens overtreding van artikel 15 MAR. Nederland was tot uitvoering van die opdracht verplicht, omdat het maximumbedrag destijds was gesteld op € 4 miljoen.⁷⁵ De Nederlandse wetgever heeft aan die opdracht uitvoering gegeven door een bevoegdheid te creëren om bij AMVB basis- en maximumbedragen te verhogen. Zoals de heer Kartaram zelf aangeeft, heeft de wetgever daarbij niet de systematiek van artikel 1:81 Wft (waarin de standaard basis- en maximumboetebedragen zijn opgenomen) willen veranderen. Bijzondere basis- en maximumboetebedragen worden daarom vastgesteld in het BuEU. In het BuEU is dan ook in bijlage 2 bij artikel 5 opgenomen dat het maximumbedrag voor overtreding van artikel 15 MAR € 15 miljoen bedraagt. Aldus is uitvoering gegeven aan de opdracht van de MAR tot het stellen van een minimale maximumboete van € 15 miljoen.
133. Hierbij is van belang dat de Nederlandse wetgever, anders dan de Europese, in het bestuursrecht structureel *geen* onderscheid maakt tussen overtreders die natuurlijk persoon zijn en overtreders die rechtspersoon zijn. In hoofdstuk 5 Awb is onder meer het algemeen bestuurlijk boeterecht opgenomen. Nergens wordt daarin een onderscheid gemaakt tussen natuurlijke personen die overtreder zijn en rechtspersonen die overtreder zijn. Sterker, er wordt in artikel 5:1, derde lid, Awb expliciet gemaakt dat beiden overtreder kunnen zijn. In het bijzonder bestuurlijk boeterecht dat betrekking heeft op financieel toezichtrecht (lees: de Wft en onderliggende regelgeving) wordt

⁷⁵ Zie artikel 1:81, tweede lid, Wft (oud, voor 15 juli 2016) in samenhang met artikel 10, eerste lid, Bbbfs (het verbod op marktmanipulatie destijds was opgenomen in artikel 5:58 Wft).

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	46 van 56

evenmin zo'n onderscheid gemaakt. Naar het oordeel van de AFM bestaat er ook geen enkele reden voor de Nederlandse wetgever om zo'n onderscheid te maken. Uiteraard *kunnen* aard, omvang en duur van een overtreding verschillen al naar gelang een overtreding door een natuurlijk persoon of een rechtspersoon is gepleegd, maar die verschillen bestaan niet noodzakelijkerwijs. Als die verschillen ontbreken zou een boete van gelijke hoogte moeten worden opgelegd. Uit de Awb en de Wft blijkt op geen enkele wijze het tegendeel. Een omstandigheid die in de regel kan verschillen tussen een natuurlijk persoon en rechtspersoon is evenwel de financiële draagkracht. Daarmee wordt bij boeteoplegging ook rekening gehouden op grond van artikel 4, eerste lid, Bbbfs in stap 4 van het AFM Boetetoemingsbeleid 2021.

134. Nu artikel 1:81, derde lid, Wft enkel de bevoegdheid geeft tot het stellen van hogere basis- en maximumbedragen voor overtredingen en de Nederlandse wetgever (zowel algemeen als bijzonder) geen onderscheid maakt naar de persoon van overtreder, is het niet aan de bijzondere wetgever om wel zo'n onderscheid te maken. Zij heeft dat dan ook niet gedaan bij de uitvoering van de opdracht van de MAR om een hoger minimaal maximumbedrag vast te stellen op € 15 miljoen. Dat bedrag geldt voor alle overtreeders: zowel voor natuurlijke personen als voor rechtspersonen. Daarbij is geen sprake van strijd met de MAR. Artikel 30, tweede lid, onderdelen i en j, MAR spreken immers van een maximum van "*ten minste*" een bepaalde grootte. Het is lidstaten op basis van die formulering toegestaan om hogere maximum bedragen vast te stellen dan in die onderdelen zijn genoemd. Voor het stellen van hogere maxima is toepassing van artikel 30, derde lid, MAR derhalve niet nodig. Met die conclusie wordt die bepaling geenszins zinledig. Bedacht moet worden dat artikel 30, derde lid, MAR algemeen is geformuleerd en lidstaten de bevoegdheid geeft om ten aanzien van *alle* in het tweede lid genoemde sancties ook tot andere of hogere sancties over te gaan.
135. Bij de verhoging in het BuEU naar € 15 miljoen is uitvoering gegeven aan de opdracht van artikel 30, tweede lid, MAR, waarbij door de bijzondere wetgever geen onderscheid is gemaakt tussen natuurlijke en rechtspersonen, omdat de wetgever dat ook niet doet en daartoe ook geen opdracht heeft gegeven aan de bijzondere wetgever. Er is daarom geen gebruik gemaakt van een lidstaatoptie. De in randnummer 126 hierboven genoemde opmerking in de transponeringstabel moet in dat licht worden gezien. Het basisbedrag dat de AFM moet hanteren is derhalve € 7,5 miljoen, wat de AFM ook heeft gehanteerd. De AFM ziet daarom na heroverweging geen reden voor herroeping van het Boetebesluit. Het door de heer Kartaram voorgestane debat door de wetgever en de gestelde reputatieschade die van dat basisbedrag zou uitgaan, maakt dit niet anders. Deze grond treft geen doel.

D. Boetehoogte niet passend en geboden

136. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 137 tot en met 143 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van de heer Kartaram en niet dat van de AFM.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 47 van 56

137. De AFM moet de hoogte van het boetebedrag op nihil stellen, althans fors matigen op grond van de bijzondere omstandigheden die zouden zijn gelegen in een beperkte ernst en duur van de beweerde overtreding, een verminderde verwijtbaarheid en een gebrek aan draagkracht van de heer Kartaram. In het licht van deze omstandigheden is het boetebedrag onevenredig hoog en staat deze niet in redelijke verhouding tot de ernst van de beweerde overtreding en de mate waarin deze aan de heer Kartaram kan worden verweten. Nu de AFM heeft nagelaten om alle omstandigheden die volgen uit de verschillende stappen in het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 te betrekken bij het bepalen van de boetehoogte, is geen sprake van een evenredige sanctie. Daarbij komt dat de AFM de noodzaak heeft miskend om af te wijken van het wettelijk gefixeerd boetestelsel, die in onderhavig geval geen rekening houdt met genoemde bijzondere omstandigheden.

Beperkte ernst en duur

138. De omvang in ernst en duur van de beweerde overtreding is beperkt. Een moedwillig transactiepatroon ontbreekt. Schade of nadeel voor derden als gevolg van de beweerde overtreding is niet aangetoond of aannemelijk gemaakt. Bovendien betrof B&S een illiquide fonds, waarin de handel van de heer Kartaram verlieslatend was. Dit “*spreekt schade voor anderen tegen*”.⁷⁶ Voor zover er überhaupt van benadeelden kan worden gesproken, is de groep van benadeelden onbepaald en ontbreekt een causaal verband tussen de schade die de benadeelden zouden hebben geleden en het handelen van de heer Kartaram. Een beleggingsbeslissing van anderen, is immers afhankelijk van meerdere factoren en is niet alleen gebaseerd op het handelen van de heer Kartaram. De transacties die de heer Kartaram in de periode van februari en maart meermaals heeft uitgevoerd, hebben het financiële stelsel niet in overwegende mate ontwricht. De transacties werden verricht als liefhebberij in een bijzonder kort tijdsbestek op niet-frequente wijze. Het handelen van de heer Kartaram is van dusdanig korte duur geweest, dat niet van een ernstige overtreding kan worden gesproken. Daarbij komt dat het handelen van de heer Kartaram in relatieve zin een onbeduidend voordeel heeft opgeleverd van ruim € 225.000. Hieruit volgt dat de heer Kartaram absoluut geen belang had bij wat later bleek te worden gekwalificeerd als marktmanipulatie. Zonder afbreuk te doen aan hetgeen geconstateerd is en zonder te willen suggereren dat de heer Kartaram zaken bagatelliseert, volgt ook hieruit dat de beweerde overtreding niet ernstig is.

Verminderde verwijtbaarheid

139. De heer Kartaram is verminderd verwijtbaar. Hij is een onervaren en inactieve belegger die in het kader van liefhebberij heeft gehandeld. In een zoektocht naar opties op aandelen B&S stuitte de heer

⁷⁶ Aanvullend bezwaarschrift, p. 12.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 48 van 56

Kartaram op de Cfd's B&S. Hij had niet eerder van Cfd's gehoord en kwam erachter dat hij slim kon inspelen op de mogelijkheden om winst te genereren:

“Omdat er een vertraging zit tussen een ingelegde laat- en biedprijs van circa 30 seconden, hetgeen op zichzelf openlijk bekend is, ontdekte cliënt dat er met de juiste aan- en verkooptransacties op de effectenbeurs van het genoteerde aandeel B&S geld kan worden verdiend met de Cfd's.”⁷⁷

140. Hij heeft niet de intentie gehad om de koers tot een kunstmatig niveau te brengen of de markt te manipuleren. Nu de Cfd's B&S OTC producten betreffen, wist de heer Kartaram niet dat zijn handelen mogelijk als marktmanipulatie zou kwalificeren. Ook had hij dat niet kunnen vermoeden. Cfd's komen immers buiten de beurs tot stand met de broker [A] en daarom is er niets kwalijks aan de transacties in Cfd's. Relevante partijen op de beurs worden hierdoor niet negatief beïnvloed. De heer Kartaram kon daarom niet weten dat zijn handelen misleidende of onjuiste signalen zou afgeven.
141. Uit de telefonische gesprekken met de AFM en [B] (zie randnummer 70 tot en met 72 hierboven) blijkt dat de heer Kartaram daadwerkelijk niet wist dat zijn handelen als marktmanipulatie zou kunnen kwalificeren en dat hij geen intentie had de markt te manipuleren. In die telefoongesprekken vroeg de heer Kartaram immers herhaaldelijk of zijn handelen was toegestaan. Het telefoongesprek met de AFM op 2 maart 2021 laat zien dat het om experimentele transacties ging, waarvan de heer Kartaram de winstgevendheid wilde ontdekken. Hij wist niet dat de handel in Cfd's daarbij voor de AFM relevant was: hij wist niet dat handel in niet gereguleerde producten relevant zou kunnen zijn voor handel in een beursgenoteerd aandeel. Het gaat bij handel in Cfd's om volstrekt andersoortige handel, waarbij de wederpartij professioneel is. De heer Kartaram zou nooit opzettelijk in strijd met de wet handelen. Bovendien heeft de AFM in dat telefoongesprek aangegeven dat het handelen van de heer Kartaram niet leek op marktmanipulatie. Het telefoongesprek met [B] op 16 maart 2021 laat voorts nog de compliance-gerichte houding van de heer Kartaram zien. Hij verklaart daarin immers niet illegaal te willen handelen en heeft het handelen waarop [B] hem heeft gewezen na dat gesprek ook direct gestaakt.
142. In aanvulling op het voorgaande, geldt nog dat het in randnummer 138 hierboven genoemde onbeduidende of “verwaarloosbaar” voordeel, maakt dat het voor de heer Kartaram “volstrekt onlogisch” is om met illegaal handelen zijn bedrijf, reputatie en vermogen te riskeren.⁷⁸ De AFM heeft hier ten onrechte geen oog voor.

⁷⁷ Aanvullend bezwaarschrift, p. 2.

⁷⁸ Aanvullend bezwaarschrift, p. 13.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 49 van 56

Gebrek aan draagkracht

143. De financiële draagkracht van de heer Kartaram is onvoldoende toereikend om een boete van € 750.000 te kunnen voldoen. De heer Kartaram heeft [...] De hoogte van het boetebedrag dient daarom primair tot een bedrag van € 0 te worden gematigd en subsidiair fors te worden gematigd in overeenstemming met het Boetetoemingsbeleid AFM 2021. Ter onderbouwing hiervan heeft de heer Kartaram een geactualiseerd draagkrachtformulier bij de AFM aangeleverd, waarop bij meerdere brieven aanvullende stukken zijn ingediend.

Reactie AFM

144. De bezwaargrond dat de boetehoogte niet passend en geboden is valt grofweg uiteen in de volgende drie onderdelen: i) een beperkte ernst en duur van de overtreding, ii) een verminderde verwijtbaarheid en iii) de beperkte draagkracht van de heer Kartaram. Alvorens in te gaan op deze drie afzonderlijke onderdelen, wijst de AFM erop dat zowel in het Boetebesluit⁷⁹ als in randnummers 93 tot en met 96 is uitgewerkt op welke wijze toepassing van het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 heeft geleid tot de boetehoogte. Tegen deze achtergrond ziet de AFM niet in op welke wijze zij heeft nagelaten om alle omstandigheden die volgen uit de verschillende stappen in het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 te betrekken in het bepalen van de boetehoogte. Ten overvloede merkt de AFM op dat het stappenplan zoals deze in het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 staat opgenomen niet tot gevolg heeft dat de AFM in ieder voorkomend geval de verplichting heeft om alle omstandigheden stap voor stap te doorlopen. Het doel van de opsomming is vooral erin gelegen om meer kleuring en duiding te geven aan de omstandigheden die zijn genoemd in artikel 1b, aanhef en onder a tot en met f, van het Bbbfs.

Beperkte ernst en duur

145. De AFM kan de heer Kartaram niet volgen in de stelling dat de ernst en duur van de overtreding beperkt is, omdat een moedwillig transactiepatroon en schade of nadeel bij derden zou ontbreken. Allereerst nu die stelling de omstandigheden miskent die de AFM in randnummers 87 en 88 heeft betrokken in de motivering tot het oordeel dat er sprake is van een ernstige overtreding. Daarbij komt dat de AFM zowel in het Boetebesluit als in de randnummers 32 tot en met 69 hiervoor, uitgebreid de fases en stappen van het handelsgedrag van de heer Kartaram heeft beschreven, waarin onmiskenbaar een patroon schuilt. Dat patroon laat buiten twijfel zien dat de heer Kartaram zijn transacties in aandelen B&S bewust heeft uitgevoerd om zodoende de aandelenkoers te bewegen en daardoor winst te maken met zijn Cfd-posities. De heer Kartaram heeft ook met die strekking verklaard door aan te geven dat hij dacht met *“een slimme strategie”* en *“met de juiste aan- en verkooptransacties op de effectenbeurs van het genoteerde aandeel B&S geld (...) [kon] verdienen met de Cfd's. Daar waar hij met verlies een*

⁷⁹ Zie paragraaf 8.2 van het Boetebesluit.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 50 van 56

verkooptransactie deed met de aandelen B&S, maakte hij winst op zijn Cfd's." (zie randnummer 73 hierboven). Derhalve was er wel degelijk een patroon aanwezig gericht op manipulatie, waarbij bovendien onmiskenbaar schade is toegebracht aan [A] en waarschijnlijk aan andere (potentiële) beleggers, waarbij die schade naar het oordeel van de AFM allerminst als onbeduidend kan worden gezien (zie randnummers 87, 88 en 110 hierboven). Van een beperkte ernst en duur van de overtreding kan naar het oordeel van de AFM dan ook niet worden gesproken.

146. Dat de groep van benadeelden onbepaald zou zijn of dat een causaal verband zou ontbreken tussen de geleden schade en het handelen van de heer Kartaram – wat de AFM overigens in ieder geval ten opzichte van [A] niet kan volgen – doet voorts niet af aan de ernst van de overtreding. Datzelfde geldt voor de blote stelling dat niet gezegd kan worden dat *“het financiële stelsel in overwegende mate is ontwricht”*. De daartoe door de AFM in aanmerking genomen omstandigheden (zie randnummers 88 en 145 hierboven) zijn voldoende redengevend om tot die ernst te komen. Ook de omstandigheid dat de handel van de heer Kartaram in het aandeel B&S verlieslatend was, doet aan die ernst geen afbreuk. Dat verlies is immers door zijn handel in Cfd's B&S in een veelvoud gecompenseerd en is nu juist een belangwekkend onderdeel van het gedrag waarin de ernst en omvang is gelegen.
147. Verder lijkt de heer Kartaram uit het oog te zijn verloren dat de AFM in het Boetebesluit wel degelijk rekening heeft gehouden met de duur van de overtreding, de omstandigheid dat de marktmanipulatie zich beperkte tot aandelen in het kleine beursfonds B&S gedurende een beperkte periode en het door de heer Kartaram behaalde voordeel.⁸⁰ In het kader van de passendheidstoets is de boete daartoe met een aanzienlijke € 3 miljoen gematigd. Anders dan de heer Kartaram meent, doen deze omstandigheden echter geen afbreuk aan de ernst van de overtreding in de zin dat de boete nog verder zou moeten worden gematigd. Heroverweging leidt niet tot een ander oordeel.

Verminderde verwijtbaarheid

148. De AFM is, ook na heroverweging, van oordeel dat het vertoonde handelsgedrag volledig de heer Kartaram is te verwijten. Van een verminderde verwijtbaarheid is geen sprake. De intentie van de heer Kartaram ten aanzien van het illegale karakter van zijn handelen en zijn daadwerkelijke kennis over de relevante wet- en regelgeving zijn niet van belang, aangezien het voor de bevoegdheid voor de AFM om een bestuurlijke boete op te leggen niet relevant is of aan de heer Kartaram subjectief een verwijt kan worden gemaakt.⁸¹ Desalniettemin staat vast dat de heer Kartaram een, naar eigen zeggen, *“slimme strategie”* had gevonden, waarmee hij met zijn transacties in het aandeel B&S de koers van dit aandeel stelselmatig heeft bewogen in een richting die voor hem resulteerde in winst op zijn vooraf

⁸⁰ Zie Boetebesluit, paragraaf 8.2.4.

⁸¹ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 14.2.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	51 van 56

ingenomen Cfd-posities en die bewust ten koste van [A] werd gerealiseerd.⁸² Nu het de heer Kartaram volledig te doen was om winst te behalen op zijn Cfd-posities, acht de AFM het ongeloofwaardig dat de heer Kartaram niet had kunnen vermoeden dat deze handel in Cfd's (ook) in scope zou zijn.

149. Ongeacht of de heer Kartaram wel of niet bekend was met de relevante wet- en regelgeving, hij hoorde bekend te zijn met de MAR. En daarmee ook met het illegale karakter van het verweten handelsgedrag. Zeker omdat de MAR al in het tweede artikel kraakhelder is over haar toepasselijkheid op handel in OTC Cfd's.⁸³ De heer Kartaram had hiervan, en daarmee van het illegale karakter van het verweten handelsgedrag, op de hoogte moeten zijn. Indien hij dat niet was, komt dat volledig voor zijn eigen risico. Daarbij komt dat hij in ieder geval gewaarschuwd had moeten zijn door het gesprek met de AFM op 2 maart 2021.⁸⁴ Dat de heer Kartaram zich na dit gesprek nog steeds niet zou hebben verdiept in de MAR, maar het verweten handelsgedrag heeft voortgezet, is dan ook volledig aan hemzelf te wijten. In dat gesprek heeft de AFM weliswaar laten weten dat het handelen van de heer Kartaram niet leek op marktmanipulatie, maar dient opgemerkt te worden dat deze reactie pas kwam nadat de heer Kartaram bewust zijn handel in Cfd's heeft achtergehouden en de AFM daarmee onjuist heeft geïnformeerd. Dat de heer Kartaram niet zou weten dat Cfd's gereguleerd zijn, doet in dat licht niet ter zake. Het is de AFM in het bewuste telefoongesprek duidelijk te doen geweest om een verklaring te krijgen voor de opvallende en verlieslatende handel in het aandeel B&S (zie randnummer 70 hierboven). Vervolgens heeft de heer Kartaram het verweten handelsgedrag voortgezet. Het verdwijnen van het winstperspectief door het verbreden van de spread door [A], is wat de heer Kartaram pas tot staken heeft bewogen. In randnummer 121 heeft de AFM uiteengezet waarom zij van oordeel is dat het gesprek van de heer Kartaram met [B] niet getuigt van een compliance-gerichte houding, laat staan als een reden tot stoppen met het verweten handelsgedrag. Voorts is de AFM van oordeel dat de schade van [A]⁸⁵ geenszins als verwaarloosbaar of onbeduidend kan worden bestempeld. Naar het oordeel van de AFM betreft het een aanzienlijke hoeveelheid geld die in het maatschappelijk verkeer geenszins als verwaarloosbaar of onbeduidend is te bestempelen. Dat dit voor de heer Kartaram persoonlijk mogelijk anders ligt, leidt er niet toe dat het handelsgedrag de heer Kartaram niet verweten kan worden. Evenmin doet de stelling dat het "*volstrekt onlogisch*" is om zijn bedrijf, reputatie en vermogen te riskeren af aan de verwijtbaarheid van de heer Kartaram. Die stelling neemt het daadwerkelijke handelsgedrag en de bewuste manipulatie van de aandelenkoers en [A] immers niet weg en daaruit volgt nu juist de verwijtbaarheid van de heer Kartaram. Bovendien had de heer Kartaram om te voorkomen dat hij zijn bedrijf, reputatie en vermogen zou riskeren, onderzoek

⁸² Zoals volgt uit de Zienswijze en verder uitgewerkt in de paragraaf '*Handelsgedrag Kartaram*' (randnummer 31 e.v.).

⁸³ Zie artikel 2, eerste lid, aanhef en onder d, MAR.

⁸⁴ Zie Vovo-uitspraak, r.o. 14.1.

⁸⁵ Ruim € 260.000 over de gehele periode waarin de heer Kartaram in Cfd's handelde en net geen € 104.000 op de vier uitgewerkte handelsdagen.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	52 van 56

moeten doen naar de toepasselijke wet- en regelgeving. Ofwel de heer Kartaram heeft dat onderzoek gedaan en heeft desondanks de overtreding begaan met boos opzet of hij heeft dat niet gedaan, waarbij de risico's die daaruit voortvloeien voor zijn rekening moeten komen.

150. De AFM is daarom, ook na heroverweging, van oordeel dat de overtreding aan de heer Kartaram is te verwijten. Van verminderde verwijtbaarheid die aan boeteoplegging in de weg zou staan, is geen sprake.

Gebrek aan draagkracht

151. Naar het oordeel van de AFM heeft de heer Kartaram met de, eerst na het Boetebesluit, ingediende stukken aannemelijk gemaakt dat [...]. De financiële draagkracht van de heer Kartaram is daarmee ontoereikend om een boete van € 750.000 te voldoen. Zowel het oude boetetoemingsbeleid als het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 schrijven in dat verband voor dat het met de overtreding verkregen voordeel als minimum boetehoogte wordt gehanteerd. Het oude boetetoemingsbeleid is daarmee niet gunstiger dan het huidige; reden waarom het huidige wordt toegepast. Het met de overtreding verkregen voordeel is berekend op € 99.790,- (zie randnummer 34 hierboven) wat op basis van het Boetetoemingsbeleid AFM 2021 wordt afgerond op € 99.000.
152. Deze grond treft doel. De AFM stelt het boetebedrag na heroverweging vast op € 99.000 wegens een eerst na het Boetebesluit aannemelijk gemaakte, onvoldoende toereikende, financiële draagkracht.

E. Publicatie niet evenredig

153. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 154 tot en met 156 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van de heer Kartaram en niet dat van de AFM.
154. De publicatie van het Boetebesluit is niet evenredig en in strijd met artikel 3:4 Awb. De publicatie heeft verstrekende en onomkeerbare gevolgen gehad, zowel zakelijk als privé. Deze gevolgen staan niet in verhouding tot de beperkte mate waarin de financiële markten en het beleggersvertrouwen zouden zijn geschaad. Als gevolg van de publicatie van het Boetebesluit en de berichtgeving daarvan in verschillende dagbladen en tijdschriften,⁸⁶ is de reputatie en toekomstige draagkracht van de heer Kartaram vernietigd. Hierbij is in het bijzonder van belang dat een bestuurslid van de AFM de boeteoplegging heeft gedeeld via LinkedIn. Deze uitgebreide wijze van publicatie is in strijd met de Wft en de zorgplicht van de AFM op grond van artikel 19, eerste lid, onder c, van de Kaderwet zelfstandige bestuursorganen (**Kaderwet**).

⁸⁶ De heer Kartaram verwijst naar het Financiële Dagblad, de Quote, Management Team en de Limburger.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 53 van 56

155. Door de hoogste boete ooit aan een particulier op te leggen, zonder dat de beweerde overtreding daartoe aanleiding geeft, en die boete op zo'n uitgebreide wijze te publiceren, ontstaat de indruk dat de AFM maximale schade heeft willen toebrengen aan de heer Kartaram "*ter meerdere eer en glorie van de AFM*".⁸⁷ Het is de AFM kennelijk enkel om het publiceren van de boetehoogte te doen, aangezien "*de daadwerkelijke feiten en gebeurtenissen pas na een paar keer doorklikken te vinden zijn*".⁸⁸
156. Ten aanzien van de als gevolg van de publicatie geleden schade is van belang dat verschillende rechtspersonen, waarbij de heer Kartaram is betrokken, in staat van faillissement verkeren. De schade van de publicatie is dusdanig dat curatoren en financiële instellingen niet eenvoudig tot overeenstemming willen komen en de heer Kartaram persoonlijk aansprakelijk willen stellen. Gesprekken over financiering met verschillende banken zijn stopgezet en de publicatie weerhoudt aandeelhouders en andere mensen ervan om (verder) met de heer Kartaram op zakelijk gebied in zee te gaan. Ook mag hij geen zitting meer nemen in de jury voor de verkiezing van ondernemer van het jaar. Het is de heer Kartaram door de publicatie onmogelijk gemaakt om nog vermogen te genereren en zijn naam te zuiveren. Voorts heeft de boeteoplegging en publicatie daarvan ertoe geleid dat de heer Kartaram en zijn partner uit elkaar zijn. De gevolgen van de publicatie zijn onevenredig zwaar en de publicatie kan daarom geen standhouden. Voor de publicatie bestond, tot slot, geen noodzaak nu de heer Kartaram na het gesprek met [B] direct was gestopt.

Reactie AFM

157. De AFM is verplicht om een besluit tot het opleggen van een boete zo spoedig mogelijk volledig openbaar te maken, tenzij bekendmaking van persoonsgegevens onevenredig zou zijn of betrokken partijen in onevenredige mate schade zou worden berokkend.⁸⁹ Daarbij geldt het uitgangspunt dat de belangen van het informeren en waarschuwen die met de openbaarmaking zijn gediend, zullen opwegen tegen het belang van de overtreder dat zijn overtreding niet bekend wordt. Dat belang zal in het algemeen immers niet beschermingswaardig zijn.⁹⁰ Anders dan de heer Kartaram meent, hoeft de AFM in dit kader niet aannemelijk te maken welk concreet doel met openbaarmaking wordt gediend of welke noodzaak er tot openbaarmaking bestaat. Dat openbaarmaking de doelen dient die de wetgever voor ogen heeft wordt verondersteld.⁹¹ Om te kunnen spreken van onevenredigheid of onevenredige mate van schade, dient het te gaan om een individuele, bijzondere situatie, waarbij de

⁸⁷ Aanvullend bezwaarschrift, p. 19.

⁸⁸ Zie het verslag van de hoorzitting, opgenomen in Bijlage V.

⁸⁹ Zie artikel 1:97, derde lid, Wft in samenhang gelezen met artikel 1:98, eerste lid, Wft.

⁹⁰ *Kamerstukken II 2015-2016*, 34 455, nr. 3, p.10-11.

⁹¹ Zie Rb. Rotterdam 20 maart 2020, ECLI:NL:RBROT:2020:2405, r.o. 8.1.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 54 van 56

door de overtreder als gevolg van de publicatie te verwachten schade en/of gevolgen zodanig uitzonderlijk zijn dat het belang van de bescherming van de markt daarvoor moet wijken.⁹²

158. De AFM heeft in het Boetebesluit reeds kenbaar gemaakt welke belangen de wetgever in algemene zin wil beschermen met de verplichting om bestuurlijke sancties openbaar te maken.⁹³ Een van die belangen is het maatschappelijk belang om de markt te informeren en te waarschuwen. In onderhavig geval dient publicatie in ieder geval het belang om de betrokken brokers en beleggers die in de voor dit besluit relevante periode hebben gehandeld in het aandeel B&S of in de Cfd's B&S te informeren en/of te waarschuwen. Daarnaast kunnen brokers met of via wie de heer Kartaram eventueel in de toekomst in financiële instrumenten zou handelen belang hebben geïnformeerd te zijn over de door de heer Kartaram begane overtreding. Daarnaast is het informeren of waarschuwen van belang voor de generale preventieve werking, omdat marktpartijen daardoor worden ingelicht over het handhavend optreden van de toezichthouder en de mogelijke gevolgen van een overtreding van het verbod van marktmanipulatie.⁹⁴ Uit dit oogpunt van preventie is volledige openbaarmaking effectiever dan anonieme publicatie van een boetebesluit. De AFM is daarom, ook na heroverweging, van oordeel dat volledige openbaarmaking van het Boetebesluit geen onevenredige schade berokkent bij de heer Kartaram en dat openbaarmaking van zijn persoonsgegevens niet onevenredig is.
159. In het licht van de in voorgaand randnummer genoemde belangen die met openbaarmaking zijn gediend, kan de AFM de stelling van de heer Kartaram niet volgen dat het de AFM kennelijk alleen om het publiceren van de boetehoogte te doen is geweest. Dat de volledige inhoud van het Boetebesluit via een aparte link in het bericht op de website van de AFM te vinden is, doet evenmin af aan de belangen die met openbaarmaking zijn gediend. De AFM kan zich daarom ook niet vinden in het beeld dat de AFM maximale schade heeft willen toebrengen aan de heer Kartaram. In dat licht merkt de AFM op dat de omstandigheid dat een van haar bestuursleden via LinkedIn een verwijzing naar een openbaar krantenartikel heeft gedeeld, niet aangemerkt kan worden als meer dan gebruikelijke negatieve publiciteit. Van strijd met de Kaderwet is naar het oordeel van de AFM dan ook geen sprake. Het gesprek dat de heer Kartaram met [B] heeft gehad, doet aan het voorgaande geen afbreuk. Nog daargelaten dat de heer Kartaram niet door dat gesprek met het verweten handelsgedrag is gestopt,⁹⁵ weegt het door de heer Kartaram gestelde staken van wash trades niet op tegen de hiervoor beschreven belangen die met de openbaarmaking van het Boetebesluit zijn gediend.

⁹² Zie CbB 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBB:2017:327, r.o. 12.3. en CbB 6 april 2021, ECLI:NL:CBB:2021:366, r.o. 18.3.2.

⁹³ Zie hiervoor paragraaf 8.4 van het Boetebesluit en *Kamerstukken II 2015-2016*, 34 455, nr. 3, p.11-12 en *Kamerstukken II 2005-2006*, 29 708, nr. 19, p. 301-303, p. 420-421, nr. 20, p. 30 en nr. 39, p. 8-10.

⁹⁴ Zie hiervoor overweging 73 van de MAR en artikel 34, eerste lid, MAR.

⁹⁵ Zie randnummer 121.

Datum 22 augustus 2023
Ons kenmerk [...]
Pagina 55 van 56

160. De door de heer Kartaram gestelde reputatieschade en vernietigde toekomstige draagkracht vormen verder, evenals de omstandigheid dat de heer Kartaram met het verweten handelsgedrag is gestopt, naar het oordeel van de AFM geen individuele, bijzondere situaties, waarbij de door de heer Kartaram of eventuele andere betrokken partijen als gevolg van de publicatie te verwachten of geleden schade zodanig uitzonderlijk is, dat het belang van de bescherming van de markt daarvoor moet wijken.⁹⁶ Datzelfde geldt voor de veronderstelde gevolgen die de openbaarmaking heeft gehad in de relationele sferen en de omstandigheid dat de heer Kartaram geen zitting meer mag nemen in de jury voor de verkiezing van ondernemer van het jaar. De AFM heeft eveneens begrip voor de gestelde gevolgen van de faillissementen van de verschillende rechtspersonen waar de heer Kartaram bij is betrokken, maar is van oordeel dat deze inherent zijn aan de publicatie van een bestuurlijke sanctie. Daarbij komt dat het Boetebesluit ook niet tot de bedrijven van de heer Kartaram is gericht.
161. Het voorgaande leidt ertoe dat de AFM, ook na heroverweging, van oordeel is dat de publicatie van de boete evenredig is. De schade die daaruit voortvloeit voor de heer Kartaram is naar het oordeel van de AFM niet onevenredig. Deze grond treft geen doel.

VI. Besluit

162. De AFM heeft besloten het Boetebesluit te herroepen voor zover het de hoogte van de boete betreft en laat het besluit voor het overige in stand, waarbij de motivering van het bestreden besluit wordt aangevuld met de motivering die in deze beslissing op bezwaar is opgenomen.⁹⁷ De boetehoogte is met dit besluit vastgesteld op € 99.000.
163. De herroeping van de boetehoogte houdt enkel verband met de ontoereikende financiële draagkracht van de heer Kartaram. Nu die draagkracht door de heer Kartaram eerst met stukken is onderbouwd, nadat het Boetebesluit is genomen, is deze herroeping niet te wijten aan een onrechtmatigheid van de AFM. Dit leidt ertoe dat geen aanleiding bestaat om over te gaan tot de in het bezwaarschrift verzochte vergoeding van de kosten als bedoeld in artikel 7:15, tweede lid, Awb.

⁹⁶ Zie CBB 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBB:2017:327, r.o.12.3; Rb. Rotterdam 30 maart 2018, ECLI:NL:RBROT:2018:8285, r.o. 5.1.

⁹⁷ Deze beslissing op bezwaar is genomen door het bestuur van de AFM en conform het tekeningsmandaat ondertekend door een hoofd en een manager.

Datum	22 augustus 2023
Ons kenmerk	[...]
Pagina	56 van 56

VII. Rechtsgangverwijzing

164. 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]
Manager
Juridische Zaken

[was getekend]
Hoofd a.i.
Juridische Zaken