

Openbare versie
[Gemachtigden VDVI]

Datum	17 april 2025
Uw kenmerk	[...]
Ons kenmerk	[...]
Pagina	1 van 55
E-mail	[...]
Betreft	Beslissing op bezwaar VDVI B.V.

Geachte [gemachtigden VDVI],

Bij besluit van 20 augustus 2024 (kenmerk: [...]) heeft de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) aan VDVI B.V. (**VDVI**) een bestuurlijke boete van € 3.000.000 opgelegd wegens overtreding van artikel 15 van de Verordening (EU) Nr. 596/2014 (Verordening Marktmisbruik, hierna **MAR**) op 20, 22 en 23 september 2022 (**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 u, namens VDVI, bezwaar gemaakt. De AFM heeft besloten het Boetebesluit en het Publicatiebesluit in stand te laten onder aanpassing¹ en aanvulling van de motivering. In deze brief wordt uitgelegd hoe de AFM tot haar oordeel is gekomen.

Dit besluit 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 VII de rechtsgangverwijzing en wordt in paragraaf VIII kort ingegaan op publicatie. Het verslag van de hoorzitting is samen met de spreekantekeningen van VDVI opgenomen in de bijlage. De inhoud daarvan heeft de AFM integraal betrokken bij haar afweging in bezwaar.

¹ Zie randnummers 62, 66 en 72 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	2 van 55

I. Procedure

1. Bij brief van 1 februari 2024 (kenmerk: [...]) heeft de AFM haar voornemen kenbaar gemaakt om aan VDVI een bestuurlijke boete op te leggen wegens overtreding van artikel 15 MAR op 20, 22 en 23 september 2022 en VDVI in de gelegenheid gesteld hierop haar zienswijze te geven (**het Boetevoornemen**). Het Boetevoornemen is voorzien van een onderzoeksrapport (**het Onderzoeksrapport**, kenmerk: [...]).
2. Op 11 april 2024 heeft u namens VDVI een schriftelijke zienswijze ingediend (**de Zienswijze**).
3. Bij brief van 20 augustus 2024 heeft de AFM het Boetebesluit genomen, waarmee aan VDVI een bestuurlijke boete van € 3.000.000 is opgelegd wegens overtreding van artikel 15 MAR op 20, 22 en 23 september 2022.
4. Bij brief van 27 augustus 2024 heeft u namens VDVI pro forma bezwaar gemaakt tegen het Boetebesluit. Ook op 27 augustus 2024 heeft u namens VDVI de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam verzocht een voorlopige voorziening te treffen, kortweg strekkende tot schorsing van publicatie van het Boetebesluit (**het Verzoek**).
5. Bij brief van 5 september 2024 (kenmerk: [...]) heeft de AFM de ontvangst van het bezwaar bevestigd en een termijn van vier weken gegeven voor het aanvullen van de gronden van het bezwaar, welke termijn aanving de dag na de dag van verzending van de uitspraak van de voorzieningenrechter. De AFM heeft in deze brief gevraagd of VDVI gebruik wil maken van het recht om gehoord te worden.
6. Het Verzoek is op 9 december 2024 achter gesloten deuren ter zitting behandeld.
7. Bij uitspraak van 20 december 2024 heeft de voorzieningenrechter het Verzoek afgewezen (**de Uitspraak**), waarna de AFM op 20 december 2024 (nabeurs) het Boetebesluit en een persbericht op haar website heeft gepubliceerd.
8. Bij e-mail van 14 januari 2025 heeft [gemachtigde VDVI] namens VDVI de AFM verzocht om de termijn voor het aanvullen van de gronden van het bezwaar te verlengen met twee weken. Dit verzoek zag ook op het doorgeven of VDVI gebruik wil maken van het recht om gehoord te worden.
9. Bij e-mail van 15 januari 2025 heeft de AFM een aanvullende termijn van twee weken geboden voor het aanvullen van de gronden van het bezwaar.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	3 van 55

10. De gronden van het bezwaar zijn bij brief van 3 februari 2025 aangevuld (**het Aanvullend bezwaarschrift**). Hierbij is aangegeven dat VDVI gehoord wil worden over haar bezwaar.
11. Op 4 februari 2025 heeft de AFM de ontvangst van het Aanvullend bezwaarschrift per brief bevestigd. In diezelfde brief heeft de AFM VDVI uitgenodigd voor een hoorzitting op 20 of 27 februari 2025.
12. Bij brief van 10 februari 2025 heeft u namens VDVI de AFM verzocht om de hoorzitting te houden op 27 februari 2025. Per brief van 11 februari 2025 heeft de AFM u uitgenodigd voor een hoorzitting op die dag.
13. Op 27 februari 2025 heeft de hoorzitting plaatsgevonden. Van deze hoorzitting is een verslag gemaakt, dat samen met de spreek aantekeningen is bijgevoegd bij dit besluit (zie Bijlage I).
14. Op 11 maart 2025 heeft de AFM een brief gestuurd met de mededeling dat zij niet binnen de wettelijke termijn kan 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**).

II. Feiten en omstandigheden

15. Dit besluit is gebaseerd op de feiten en omstandigheden zoals die zijn opgenomen in het Onderzoeksrapport en 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 overzichten van de orders en transacties van VDVI op 20, 22 en 23 september 2022. Deze overzichten zijn als Bijlage 1 respectievelijk Bijlagen 2 en 3 aan het Onderzoeksrapport gehecht. Deze orders en transacties staan in bezwaar niet ter discussie. Ten behoeve van de leesbaarheid van dit besluit volgt in dit hoofdstuk eerst informatie over Ebusco Holding N.V. (**Ebusco**) en VDVI. Dan volgen beschrijvingen van de terminologie, de onderhandse verkoop van aandelen Ebusco en tot slot het handelsgedrag van VDVI in het aandeel Ebusco voorafgaand aan en op de dagen 20, 22 en 23 september 2022. Afgesloten wordt met de melding die aanleiding heeft gegeven tot het doen van onderzoek.

Beursnotering Ebusco en aandeelhouderschap VDVI

16. Ebusco richt zich op het ontwikkelen, produceren en op de markt brengen van volledig elektrische stads- en streekbussen en bijbehorende ecosystemen. Vanaf 22 oktober 2021 is het aandeel Ebusco genoteerd aan de gereglementeerde markt van Euronext Amsterdam N.V. (**Euronext Amsterdam**).

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	4 van 55

Het aandeel Ebusco wordt op werkdagen doorlopend verhandeld tussen 9:00 en 17:40 uur.²

17. VDVI is een financiële holding die zich voornamelijk bezighoudt met de aankoop, ontwikkeling, exploitatie en verkoop van onroerend goed. VDVI is ook actief op de beurs van Euronext Amsterdam. VDVI was voorafgaand aan de beursnotering van Ebusco al aandeelhouder van Ebusco.³ Op 22 oktober 2021 had VDVI een belang van 23,64% in het geplaatste kapitaal van Ebusco.⁴ Dit komt overeen met 13.722.842 aandelen Ebusco.

Handelsorders inleggen in het orderboek

18. VDVI handelde – voor zover relevant – in het aandeel Ebusco op Euronext Amsterdam. Om een aandeel te (ver) kopen legt een belegger een handelsorder (streckende tot koop of verkoop) in het orderboek van Euronext Amsterdam in. Een transactie komt tot stand op het moment dat een ingelegde handelsorder *matcht* met één of meer tegengestelde handelsorder(s) (koop of verkoop). Een kooporder kan direct worden uitgevoerd als er voldoende aanbod is (binnen het prijsbereik van die kooporder) en anders blijft de order in het orderboek liggen tot het moment dat er wel voldoende aanbod is binnen het prijsbereik in het orderboek. Hierbij is ‘*de koers*’ de prijs van de laatst tot stand gekomen transactie.
19. Zo zal een ingelegde kooporder met een prijsbereik van € 10 direct *matchen* met een tegengestelde verkooporder op datzelfde prijsniveau. Wanneer de hiervoor bedoelde kooporder zag op 100 aandelen en de hiervoor bedoelde tegengestelde verkooporder 50 aandelen betrof, komt een transactie tot stand voor 50 aandelen en resteert een kooporder in het orderboek van 50 aandelen.⁵

² Zoals op p. 11 van het Onderzoeksrapport beschreven, stopt de beurshandel om 17:30 uur. Tussen 17:30 en 17:35 uur kunnen er wel orders worden ingelegd, maar kunnen er geen transacties tot stand komen. Op basis van deze orders wordt om 17:35 uur een veilingprijs bepaald waartegen kan worden gehandeld tot 17:40 uur.

³ Zie p. 190 van het [Prospectus](#) van 18 oktober 2021.

⁴ Zie het AFM-register “Substantiële deelnemingen en bruto shortposities”. De AFM merkt volledigheidshalve op dat het Boetebesluit en de Uitspraak vermelden dat het op 22 oktober 2021 gemelde belang 23,24% bedroeg, hetgeen 0,4% lager is dan het geval was volgens het register en p. 190 van het [Prospectus](#) van 18 oktober 2021.

⁵ Dit voorbeeld gaat uit van de situatie dat er binnen het prijsbereik van de resterende kooporder van alsdan 50 aandelen geen tegengestelde order binnen het prijsbereik van de kooporder in het orderboek ligt. Lag een dergelijke tegengestelde order wel in het orderboek van bijvoorbeeld één verkoper, dan was de gehele kooporder in één keer uitgevoerd in twee deeltransacties van ieder 50 aandelen.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 5 van 55

Agressieve en passieve orders

20. Een order die direct na het inleggen ervan wordt uitgevoerd – en daarmee direct een transactie tot stand brengt – wordt agressief genoemd. Bij een kooporder is dat het geval wanneer het prijsniveau van de kooporder zo hoog is dat deze op een gelijk of hoger niveau ligt dan de prijs van de beste verkooporder (de verkooporder met de laagste prijs). Bij een verkooporder is dat het geval wanneer het prijsniveau van de verkooporder zo laag is dat deze op een gelijk of lager niveau ligt dan de beste kooporder (de kooporder met de hoogste prijs). Een agressieve order heeft daarmee in de regel direct een koersbeweging tot gevolg.⁶ Een agressieve order onttrekt liquiditeit aan het orderboek, doordat deze direct een transactie tot stand brengt (en zo een tegengestelde order uit het orderboek wegneemt).

Een voorbeeld: de laatste transactie kwam tot stand op een prijs van € 19,50. Na deze transactie zijn de beste bied- en laatprijs van de markt € 19,48 om € 19,58. Dat wil zeggen dat de markt bereid is om te kopen voor € 19,48 en te verkopen voor € 19,58. Het verschil tussen de bied- en laatprijs wordt ook wel de spread genoemd. Wanneer een kooporder met een prijsniveau van maximaal € 19,70 wordt ingelegd, dan zal deze kooporder direct worden uitgevoerd tegen de beste verkooporder. Deze kooporder was dan agressief en de koers verandert hierdoor van € 19,50 naar € 19,58. In het geval dat de kooporder in omvang groter was dan de beste verkooporder, resteert een deel van de kooporder en zal het systeem dit restant proberen te matchen met de volgende, alsdan beste verkooporder in het orderboek.

21. Het tegenovergestelde van een agressieve order is een passieve order. Een passieve order is een order die na inleg ervan niet direct wordt uitgevoerd, omdat de prijslimiet van de order zodanig is dat de order niet direct *matcht* met een tegengestelde order. De order wordt dan in het orderboek geplaatst en er komt pas een transactie tot stand op het moment dat een tegengestelde, *matchende* order wordt ingelegd in het orderboek.⁷

Een voorbeeld: de beste bied- en laatprijs van de markt voor een bepaald aandeel is opnieuw € 19,48 om € 19,58. Als nu een order wordt ingelegd om te kopen tegen een prijs van maximaal € 19,55 zal deze order niet direct worden uitgevoerd bij gebrek aan een tegengestelde order binnen dat prijsbereik. De kooporder wordt dan in het orderboek geplaatst in afwachting van eventuele uitvoering, bijvoorbeeld als gevolg van de inleg van een verkooporder binnen het prijsbereik (€ 19,55) van de kooporder. Door toevoeging van die kooporder worden de beste bied- en laatprijs

⁶ Dit kan anders zijn wanneer een agressieve order wordt uitgevoerd tegen dezelfde prijs als de vorige transactie.

⁷ Of als het prijsniveau van een bestaande order wordt gewijzigd, waardoor er (alsnog) een transactie tot stand komt.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	6 van 55

van de markt dan € 19,55 om € 19,58. De spread verkleint van € 0,10 naar € 0,03.

Koersimpact

22. Onder koersimpact wordt verstaan de impact in financiële zin die een transactie teweegbrengt in de koers ten opzichte van de direct aan die transactie voorafgaande koers. Koersimpact kan zowel negatief als positief zijn.

Een voorbeeld: de laatste transactie kwam tot stand op een prijs van € 19,50. Indien vervolgens een transactie tot stand komt voor een prijs van € 19,58 wordt gesproken van een positieve koersimpact van € 0,08. Wanneer een transactie tot stand komt tegen een prijs die lager is dan de prijs van de laatst tot stand gekomen transactie, wordt gesproken over een negatieve koersimpact.

23. Euronext Amsterdam geeft koersimpact aan met een zogeheten *PriceTick* bij de transacties en transactieoverzichten. De hiervoor beschreven transactie zal in de kolom *PriceTick* € 0,08 vermelden in het transactieoverzicht. De AFM heeft dit in het Onderzoeksrapport (Bijlagen 1, 2 en 3 daarbij) overgenomen.

Handelsgedrag VDVI – Afbouw aandelenbelang (26 juli tot 20 september 2022)

24. Hierna volgt een korte omschrijving van het handelsgedrag van VDVI in het aandeel Ebusco over de periode van de beursgang van Ebusco tot 20 september 2022. In de periode van 22 oktober 2021 tot 26 juli 2022 handelt VDVI niet in het aandeel Ebusco. VDVI start op 26 juli 2022 met handelen in het aandeel Ebusco. Dat doet VDVI via de beleggingsrekening die zij aanhoudt bij [Bank] ([Bank]).
25. In de periode van 26 juli 2022 tot en met 16 september 2022 bouwt VDVI haar aandelenbelang in Ebusco gestaag af.⁸ Met uitzondering van vier kooptransacties⁹, bouwt VDVI haar belang in die periode af door vrijwel dagelijks aandelen Ebusco te verkopen, waarbij VDVI per saldo 92.163 aandelen Ebusco verkoopt via Euronext Amsterdam.¹⁰ Op 2 september 2022 laat VDVI 375.000 aandelen Ebusco via [Bank] overboeken naar een andere partij.¹¹ Per saldo verkleint het belang van VDVI in Ebusco gedurende deze periode dus met 467.163 aandelen, wat overeenkomt met een daling van haar belang in Ebusco van ongeveer 3,4%.

⁸ Zie documentnummer 07.1.

⁹ Ter grootte van: (i) 60 aandelen (2 augustus 2022), (ii) 500 aandelen (5 augustus 2022), (iii) 4.000 aandelen (19 augustus 2022) en (iv) 5.200 aandelen (24 augustus 2022).

¹⁰ In deze periode verkoopt VDVI 101.923 aandelen Ebusco en koopt zij 9.760 aandelen Ebusco.

¹¹ Zie documentnummers 07.1 en 07.2.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 7 van 55

Handelsgedrag VDVI – Onderhandse verkoop van aandelen (13 september tot 30 september 2022)

26. Op 13 september 2022 benadert VDVI [Bank] om via een zogeheten ‘*private placement*’¹² de verkoop van een deel van het belang van VDVI in Ebusco te begeleiden, ter waarde van ongeveer € 25 miljoen.¹³ Op 20 september 2022 stuurt VDVI een ondertekende opdrachtbevestiging (*engagement letter*) aan [Bank]. Daaruit volgt dat VDVI beoogt om tot 1,2 miljoen aandelen Ebusco te verkopen en [Bank] bevoegd zal zijn om hierbij namens VDVI op te treden. Dat komt overeen met ongeveer 8,8% van het aandelenbelang dat VDVI op dat moment heeft. Berekend aan de hand van de slotprijs van het aandeel Ebusco op 20 september 2022, vertegenwoordigde een belang van 1,2 miljoen aandelen een waarde van € 23.208.000.¹⁴
27. Na ontvangst van de ondertekende opdrachtbevestiging benadert [Bank] in totaal zeventien investeerders.¹⁵ Aanvankelijk is het doel om de transactie op 22 september 2022 te finaliseren. In verband met volatiele marktomstandigheden en het feit dat twee investeerders meer tijd nodig hadden om een eventueel bod voor te bereiden, wordt de duur van de zogeheten ‘*wall-crossing*’ procedure¹⁶ verlengd tot maandag 26 september 2022.¹⁷
28. In de periode van de onderhandse verkoop stuurt [Bank] aan VDVI op 22 en op 23 september 2022 updates van het biedboek, een document waarin de interesse en feedback van benaderde partijen wordt bijgehouden door [Bank]. Deze tussentijdse biedboeken laten zien welke partijen interesse hebben en in voorkomend geval hoeveel aandelen of voor welk bedrag zij maximaal willen aankopen. Het finale biedboek van 26 september 2022 laat zien welke partijen uiteindelijk aandelen Ebusco kopen en geeft inzicht in hun bieding en overwegingen of voorwaarden daarbij (zie randnummers 29 tot en met 31 hierna).¹⁸

¹² In de stukken wordt ook de term ‘organized club deal’ gebruikt.

¹³ Ook wel project [...] genoemd. Zie p. 7 van documentnummer 01.

¹⁴ De prijs van de slotveiling bedraagt € 19,34. Er worden ruim 2.400 aandelen Ebusco tegen die prijs verhandeld.

¹⁵ Volledigheidshalve merkt de AFM op dat documentnummer 03 zestien partijen vermeldt, maar de biedboeken laten zien dat ook [partij] is benaderd. In totaal zijn zeventien partijen benaderd. Zie documentnummers 05.1 en 05.2.

¹⁶ *Wall crossing* is het proces waarbij partijen, onder de voorwaarde van strikte geheimhouding en de verplichting niet in het betrokken financieel instrument te zullen handelen, informatie verstrekken dan wel ontvangen die in de regel als voorwetenschap kwalificeert.

¹⁷ Zie documentnummer 03.

¹⁸ Zie documentnummer 05.1 en 05.2 voor de tussentijdse biedboeken op 22 en 23 september 2022 en documentnummer 05.3 voor het finale biedboek op 26 september 2022.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 8 van 55

29. Op 22 september 2022 hebben acht partijen aangegeven geen interesse te hebben om mee te doen aan de onderhandse verkoop. Negen partijen overwogen om mee te doen of hebben al aangegeven mee te willen doen voor een bepaald bedrag of bepaalde hoeveelheid.¹⁹ Op 23 september 2022 heeft nog een partij aangegeven niet mee te willen doen met de onderhandse verkoop en hebben twee partijen [Bank] van feedback voorzien. Daaruit volgt dat een partij een korting van '5-10%' ten opzichte van de beurskoers wil en dat een andere partij de transactie zal steunen ('*Committed [sic.] to be supportive in transaction*').²⁰
30. Het biedboek van 26 september 2022 laat vervolgens biedingen van een zestal partijen zien. De biedingen werden ofwel '*at strike*'²¹ gedaan, op een specifieke (maximum) prijs of op een specifieke korting in procenten.²² In de eerste drie regels van het biedboek is de slotprijs van het aandeel Ebusco van die dag (26 september 2022), een korting van ruim 7,5% ten opzichte van die slotprijs en tot slot de prijs van € 16 te zien waartegen de 400.000 aandelen Ebusco kunnen worden verkocht aan een zestal partijen. In de kolom '*Notes*' staan de uiteindelijke biedingen. Twee partijen bieden tegen een korting ten opzichte van de beurskoers ('*high-single digit discount*' en '*5-10% discount*'), een partij is bereid 20.000 aandelen Ebusco te kopen '*at strike*' en een andere partij wil 25.000 aandelen Ebusco kopen voor maximaal € 16,20. Tot slot zijn er twee partijen die bereid zijn om respectievelijk 75.000 en 200.000 aandelen Ebusco te kopen voor € 16.²³
31. VDVI ontvangt op 26 september 2022 om 19:45 uur van [Bank] het verzoek akkoord te geven op het volgende: '*Conclusie: we kunnen 400,000 aandelen Ebusco Holding N.V. verkopen op EUR16.00 wat een c7.5% discount betekent op het slot van vandaag (26 September 2022). De trade date word [sic.] morgen 27 September 2022, settlement date T+2. (...)*'. Ongeveer een uur later (om 20:50 uur) geeft

¹⁹ Zie het biedboek van 22 september 2022, documentnummer 05.1: '8 [partij]': '*100k shs at high-single digit % discount*' en de rij daaronder getiteld '9 [partij]': '*Existing small shareholder; price EUR17,5-17,75... for EUR5m*'.

²⁰ Zie het biedboek van 23 september 2022, documentnummer 05.2.

²¹ Dit houdt in dat de bieder zich aansluit bij de prijs van het beste bod, voor de door de bieder opgegeven hoeveelheid aandelen.

²² Zie documentnummer 05.

²³ Zie documentnummer 05, waar [Bank] over de totstandkoming van de prijs van EUR 16 per aandeel schrijft: '*Het bijgevoegde finale boek toont dat van de totale vraag van 400.000 stukken, er 2 grote tickets waren van respectievelijk 75.000 en 200.000 stukken op de prijs van EUR16,00. Daarnaast waren er 2 tickets van beleggers die respectievelijk een 5-10% en "high single-digit" discount vroegen, wat gerekend van het slot van maandag 26 September 2022 betekent dat die ook ongeveer rond die EUR16,00 lagen (slot EUR17,31). Al met al leidde dit "bookbuilding process" dus tot een prijs van EUR16,00.*'

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	9 van 55

VDVI haar akkoord.²⁴

32. Op 26 september 2022 wordt zodoende met een zestal partijen overeenstemming bereikt over de verkoop van 400.000 aandelen Ebusco door VDVI voor € 16 per aandeel. De 400.000 aandelen worden verkocht met een korting van 7,57% ten opzichte van de slotkoers van de dag van verkoop, die € 17,31 bedroeg. De transactie wordt op 27 september 2022 uitgevoerd op Euronext Amsterdam, waarna de *settlement* op 29 september 2022 plaatsvindt.²⁵

Handelsgedrag VDVI – Inleg van orders in het orderboek en transacties (20, 22 en 23 september 2022)

33. In dezelfde periode als wanneer het onderhandse verkoopproces liep, handelt VDVI op Euronext Amsterdam in aandelen Ebusco. Op 20, 22 en 23 september 2022 legt VDVI agressieve kooporders in voor het aandeel Ebusco in het orderboek. Het handelsgedrag van VDVI in het aandeel Ebusco op die dagen wordt hierna per dag beschreven.²⁶

(i) Handelsgedrag VDVI – 20 september 2022

34. Op 20 september 2022 legt VDVI tussen 09:44 en 09:46 vijf verkooporders in voor in totaal 1.150 aandelen. De limietprijs van de verkooporders ligt tussen € 19,72 en € 20,00 en is hoger dan de beste biedprijzen van de kooporders in het orderboek gedurende de hele handelsdag. De verkooporders kunnen hierdoor niet worden gematcht en leiden niet tot transacties. Omdat het dagorders zijn, worden de verkooporders aan het einde van de dag automatisch geannuleerd.²⁷
35. Tegen het einde van die handelsdag legt VDVI twee agressieve kooporders in voor in totaal 600 aandelen Ebusco. De limietprijs die aan de kooporders wordt meegegeven is € 20,00 en op het moment van inleggen van de kooporders is de koers € 19,46 en € 19,39.²⁸ De kooporders leiden door de hogere limieten direct tot de totstandkoming van (deel)transacties, waarbij de koers stijgt van

²⁴ Zie documentnummer 05.4.

²⁵ Met *settlement* wordt geduid op de effectuering van de transactie waarbij de eigendom van de aandelen overgaat. Zie ook documentnummer 05.4 waarin [Bank] aan VDVI vraagt een verkooporder van 400.000 stukken aan [Bank] te sturen de dag erna (27 september 2022).

²⁶ Voor een meer gedetailleerde weergave van de orders en transacties van VDVI op deze dagen, verwijst de AFM naar het Onderzoeksrapport, in het bijzonder naar p. 13 tot en met 24 daarvan.

²⁷ Een dagorder is alleen geldig voor de handelsdag waarop de order wordt ingelegd. Indien gedurende de handelsdag geen tegengestelde order wordt ingelegd die *matcht* met de dagorder, vindt er geen uitvoering plaats. De order wordt aan het einde van de dag geannuleerd en verdwijnt uit het orderboek.

²⁸ Zie Bijlage 1 (p. 30 en 31) bij het Onderzoeksrapport.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	10 van 55

€ 19,46 naar € 19,49 bij de eerste kooporder en van € 19,39 tot € 19,50 bij de tweede kooporder.

36. De twee agressieve kooporders en daaruit tot stand gekomen transacties van VDVI in het aandeel Ebusco op 20 september 2022 hebben in totaal een positieve koersimpact van € 0,14. Op deze dag worden er in totaal 24.679 aandelen Ebusco verhandeld. VDVI is verantwoordelijk voor ongeveer 2,4% van de handel in het aandeel Ebusco.

(ii) Handelsgedrag VDVI – 22 september 2022

37. Op 22 september 2022 legt VDVI vijf agressieve kooporders in voor in totaal 1.500 aandelen Ebusco. Aan elke kooporder wordt een limietprijs van € 20,00 gegeven. Op het moment van inleg van iedere kooporder staat de koers lager, namelijk tussen € 18,92 en € 19,10.²⁹ De kooporders leiden daarom direct tot uitvoering in verschillende (deel)transacties. De transacties leiden in alle gevallen tot een koersstijging, variërend tussen een stijging van € 0,13 tot € 0,21.
38. De vijf agressieve kooporders en daaruit tot stand gekomen transacties van VDVI in het aandeel Ebusco op 22 september 2022 hebben in totaal een positieve koersimpact van € 0,83. Het totale handelsvolume in Ebusco bedraagt die dag 11.759 aandelen. VDVI is verantwoordelijk voor ongeveer 12,8% van de handel in het aandeel Ebusco.

(iii) Handelsgedrag VDVI – 23 september 2022

39. Op 23 september 2022 legt VDVI drieëntwintig agressieve kooporders in voor in totaal 6.800 aandelen Ebusco. Aan zestien van de drieëntwintig kooporders wordt een limietprijs van € 20,00 meegegeven. De overige zeven kooporders hebben een limietprijs van € 19,00. Gedurende de handelsdag van 23 september 2022 beweegt de koers van het aandeel Ebusco zich in een dalende trend. Bij het openen van de handel staat de koers op € 19,00 en aan het einde van de handelsdag staat de koers op € 18,25.³⁰
40. Op het moment van inleg van elk van de zestien orders met een limietprijs van € 20,00 staat de koers lager dan € 20,00 (tussen € 18,26 en € 19,00).³¹ Deze kooporders krijgen allen direct uitvoering in verschillende deeltransacties. Van deze zestien transacties leiden twaalf tot een koersstijging. Van de overige vier transacties hebben drie transacties geen koersimpact en heeft één transactie een

²⁹ Zie Bijlage 2 (p. 32 en 33) bij het Onderzoeksrapport.

³⁰ € 18,25 is de prijs van de slotveiling waartegen wordt gehandeld. De laatste transactie gedurende de doorlopende handel kwam tot stand tegen een prijs van € 18,35.

³¹ Zie Bijlage 3 (p. 34 tot en met 36) bij het Onderzoeksrapport.

Datum 17 april 2025
 Ons kenmerk [...]
 Pagina 11 van 55

negatieve koersimpact.³²

41. Op het moment van inleg van elk van de zeven orders met een limietprijs van € 19,00 staat de koers lager dan € 19,00 (tussen € 18,32 en € 18,37).³³ Ook deze kooporders krijgen daardoor direct uitvoering in verschillende deeltransacties. Van deze zeven transacties leiden vier tot een koersstijging. Van de overige drie transacties hebben twee transacties geen koersimpact en heeft één transactie een negatieve koersimpact.
42. De drieëntwintig agressieve kooporders en daaruit tot stand gekomen transacties van VDVI in het aandeel Ebusco op 23 september 2022 hebben in totaal een positieve koersimpact van € 1,79. Het totale handelsvolume in Ebusco is op die dag 35.700 aandelen. VDVI is verantwoordelijk voor 19% van de handel in het aandeel Ebusco.

(iv) Handelsgedrag VDVI 20, 22 en 23 september 2022 – samengevat

43. Schematisch laat het handelsgedrag van VDVI op 20, 22 en 23 september 2022 zich als volgt samenvatten.

Datum	Aantal kooporders	Aantal gekochte aandelen	Aandeel in daghandel (in %)	Limietprijs orders t.o.v. koers op moment van inleg	Koersimpact (netto)
20-09-2022	2	600	2,4%	€ 20 t.o.v. € 19,39 – € 19,46	€ 0,14
21-09-2022	5	1.500	12,8%	€ 20 t.o.v. € 18,92 – € 19,10	€ 0,83
23-09-2022	23	6.800	19%	(16/23) € 20 t.o.v. € 18,26 – € 19,00 (7/23) € 19 t.o.v. € 18,32 – € 18,37	€ 1,79

(v) STOR [Bank] naar aanleiding van handelsgedrag VDVI

44. [Bank] dient op 11 oktober 2022 een ‘Suspicious Transaction and Order Report’ (STOR) in bij de AFM. Zij doet melding van mogelijke handel met voorwetenschap en beschrijft dat VDVI op

³² Hierbij merkt de AFM op dat het uitblijven van koersimpact niet betekent dat de deeltransacties dat op zichzelf niet kunnen hebben. Een kooporder die wordt uitgevoerd in drie deeltransacties met een koersimpact van respectievelijk € 0,05 en € -0,02 en € -0,03 kan dus wel degelijk koersimpact hebben, maar per saldo leidt de kooporder en daaruit voortvloeiende transacties niet tot een koersstijging of -daling.

³³ Zie Bijlage 3 (p. 36 en 37) bij het Onderzoeksrapport.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 12 van 55

13 september 2022 [Bank] heeft benaderd voor de *'private placement'* met de intentie om een belang in Ebusco ter waarde van € 25 miljoen te verkopen.

45. De STOR vermeldt voorts dat VDVI vanaf 20 september 2022 aandelen begint te kopen terwijl VDVI aan de professionele kant (*"on the professional side"*) in werkelijkheid verkoper is. [Bank] merkt ook op dat de orders die VDVI vanaf 20 september 2022 de markt in stuurt, ver boven de beste laatprijs liggen en dat de verkooptransactie op 26 september 2022 wordt afgerond, waarbij VDVI aan vijf professionele partijen in totaal 425.000 aandelen Ebusco verkoopt tegen een prijs van € 16. Ten opzichte van de *'volume-weighted average price'*³⁴ werden de aandelen Ebusco verkocht tegen een korting (*'reduction'*) van ongeveer 7,67%.³⁵

III. Bezwaar

46. Samengevat en zakelijk weergegeven bevatten het Aanvullend bezwaarschrift en het verhandelde ter hoorzitting de volgende gronden:
- A. de AFM hanteert een verkeerde uitleg van marktmanipulatie;
 - B. er is geen sprake van een overtreding;
 - C. de norm is onvoldoende duidelijk, bepaald of kenbaar;
 - D. de boete is te hoog;
 - E. volledige openbaarmaking is onevenredig.

IV. Achtergrond van het Boetebesluit

47. Voordat de AFM ingaat op de gronden van het bezwaar van VDVI, licht de AFM kort toe waarom het Boetebesluit is genomen en beschrijft zij de overtreding van VDVI na heroverweging.

Kader marktmanipulatie

48. Voor een geïntegreerde, efficiënte en transparante financiële markt is marktintegriteit nodig. Een goede werking van de effectenmarkten en vertrouwen van het publiek in de markten zijn noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart. Marktmisbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in aandelen.³⁶ Daarom is in artikel 15 MAR het verbod op marktmanipulatie opgenomen. Artikel 12 MAR omschrijft

³⁴ De *volume-weighted average price* drukt een gemiddelde prijs per aandeel uit, gebaseerd op het volume en de aandelenprijzen, vaak over een periode van een dag.

³⁵ Het gaat om 400.000 aandelen tegen een korting van 7,57% ten opzichte van de slotkoers.

³⁶ Zie overweging 2 MAR.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	13 van 55

welke activiteiten marktmanipulatie omvat. Het verbod op marktmanipulatie is onder meer van toepassing op aandelen die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt.³⁷

49. Bij marktmanipulatie is sprake van het beïnvloeden van de vrije prijsvorming die normaliter het gevolg is van vraag en aanbod. Door het verrichten van manipulerende handelingen kan invloed worden uitgeoefend op de vraag- of aanbodzijde van de effectenmarkt, wat gevolgen heeft voor de koersvorming. Het gevolg van dergelijke beïnvloeding is dat de koers, de resultante van het proces van vraag en aanbod, kunstmatig tot stand komt en geen reële afspiegeling vormt van de daadwerkelijke economische en financiële omstandigheden van de uitgevende instelling waar het om gaat.³⁸
50. In dit geval is het in artikel 12, eerste lid, onderdeel a, MAR bepaalde over order- en transactiemaniipulatie van belang. Kort gezegd gaat het daarbij om het aangaan van een transactie of het plaatsen van een handelsorder (i) die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument, of (ii) die de koers van één of meer financiële instrumenten daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt.
51. 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. Dit is het geval wanneer het signaal dat uitgaat van de order of transactie niet overeenkomt met het daadwerkelijke doel van degene die de order inlegt of de transactie uitvoert (of doet inleggen of uitvoeren). Het geobjectiveerde doel van het verrichten van de transactie of het inleggen van een order is hierbij van groot belang. Als dat doel niet is gelegen in het uitbreiden of afbouwen van een positie, maar bijvoorbeeld in het omhoog of omlaag brengen van de koers van dat aandeel, is er geen sprake van een integer proces van vraag en aanbod waarmee marktmanipulatie een gegeven is.³⁹

³⁷ Zie artikel 2, eerste lid, onderdeel a, MAR in samenhang met artikel 12 en 15 MAR.

³⁸ Zie de Memorie van Toelichting bij de (inmiddels vervallen) Wet marktmisbruik, *Kamerstukken II* 2004/05, 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.

³⁹ Dit volgt uit vaste jurisprudentie. Zie College van beroep voor het bedrijfsleven (**CBb**) 19 maart 2018, ECLI:NL:CBb:2018:53, r.o. 3.5 - 3.6; Rb. Rotterdam 27 januari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:1060, r.o. 6.5 - 6.6; 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.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 14 van 55

52. Met het oog op de toepassing van het verbod op marktmanipulatie heeft de Europese wetgever een niet-uitputtende opsomming van indicatoren gegeven met betrekking tot onjuiste of misleidende signalen en het op een abnormaal of kunstmatig niveau houden van de koers, die in aanmerking kunnen worden genomen wanneer de bevoegde autoriteit orders en transacties onderzoekt.⁴⁰ Zo speelt de mate waarin geplaatste handelsorders of verrichte transacties een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het financiële instrument een rol. Ook speelt een rol de mate 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.
53. Bij de beoordeling of sprake is van marktmanipulatie in de zin van artikel 12, eerste lid, onderdeel a, onder i en ii, MAR, gaat het om het geheel van feitelijke handelingen van de overtreder tijdens de desbetreffende handelsmomenten, waarbij de timing, de omvang en het prijsniveau van de orders en transacties in onderlinge samenhang moeten worden gezien. Dit betekent dat een transactie op zichzelf genomen legitiem kan zijn, maar in samenhang gezien met overig (handels)gedrag en overige orders en transacties desondanks leidt tot de conclusie dat sprake is van manipulatief handelsgedrag.⁴¹ Voor een overtreding van het verbod op marktmanipulatie is niet vereist dat de overtreder financieel voordeel heeft behaald met de overtreding.
54. Tegen voorgaande achtergrond beoordeelt de AFM of de door VDVI geplaatste handelsorders en verrichte transacties daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel Ebusco en of deze handelsorders en transacties de koers van dat aandeel daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brachten.

Overtreding VDVI

55. Vaststaat dat VDVI in de periode van 26 juli 2022 tot eind september 2022 heeft gehandeld in het aandeel Ebusco op Euronext Amsterdam. Van 26 juli 2022 tot en met 16 september 2022 bouwt VDVI haar belang in Ebusco per saldo af met 3,4% (467.163 aandelen), door bijna dagelijks verkooporders in de markt te sturen en door een overboeking van aandelen.⁴² Op 20, 22 en 23 september 2022 stuurt VDVI agressieve kooporders de markt in, waaraan een zodanig hoge limiet wordt meegegeven dat de orders direct tot uitvoering leiden. De transacties die als gevolg van die agressieve kooporders

⁴⁰ Artikel 12, derde lid, MAR in samenhang Bijlage I, deel A, MAR.

⁴¹ Zie Rb. Rotterdam 24 februari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:5041, r.o. 10.2.

⁴² Op 22 en 25 augustus 2022, tussen 5 en 8 september 2022 en op 14 september 2022 handelt VDVI niet in het aandeel Ebusco op Euronext Amsterdam. Op 24 augustus 2022 koopt VDVI alleen aandelen Ebusco op Euronext Amsterdam. Zie documentnummer 07.1 en randnummer 25 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	15 van 55

tot stand komen, resulteren erin dat VDVI met haar handelsgedrag in Ebusco op deze drie handelsdagen bij elkaar opgeteld een positieve koersimpact van € 2,76 heeft.⁴³ VDVI neemt op die drie handelsdagen respectievelijk 2,4%, 12,8% en 19% van de handel in het aandeel Ebusco voor haar rekening.

56. Ook staat vast dat VDVI op 20 september 2022 [Bank] heeft gecontracteerd om de voorgenomen verkoop van een deel van het aandelenbelang van VDVI in Ebusco ter grootte van maximaal 1,2 miljoen aandelen via een *private placement* te begeleiden.⁴⁴ Uiteindelijk is op 26 september 2022 met een zestal kopers overeenstemming bereikt voor de verkoop van in totaal 400.000 aandelen Ebusco, tegen een prijs van € 16 per aandeel.
57. De door VDVI op Euronext Amsterdam op 20, 22 en 23 september 2022 ingelegde kooporders gaven het signaal af dat een partij haar positie in Ebusco wenste uit te breiden en dat zij bereid was om dit tegen een bepaalde prijs te doen, die steeds aanzienlijk boven de beurskoers op de relevante momenten van inleg lag. Hierdoor leidden de kooporders van VDVI direct tot de totstandkoming van transacties, waarbij de koers van het aandeel Ebusco in 76% van de gevallen steeg.
58. VDVI legde gespreid over drie handelsdagen 30 agressieve kooporders in die ieder tot transacties leidden, terwijl zij op dat moment al het voornemen had om haar positie in Ebusco (aanzienlijk) af te bouwen en het proces hiertoe reeds in gang was gezet. Dit blijkt uit de opdracht aan [Bank]. VDVI had deze opdracht al verstrekt aan [Bank] (om 9:53 uur) op het moment dat zij op 20 september 2022 de eerste kooporder in het orderboek van Euronext Amsterdam legde (om 16:52 uur).⁴⁵ Dat roept de vraag op welk doel VDVI moet hebben gehad bij haar kooporders en transacties op 20, 22 en 23 september 2022, als zij er toen al mee bezig was om een aanzienlijk deel van haar belang in Ebusco te verkopen.
59. Het geobjectiveerde doel van de kooporders en transacties van VDVI kon dan ook niet zijn gelegen in het uitbreiden van haar positie. Naar het oordeel van de AFM was dit doel erin gelegen een positieve koersimpact te genereren of een (verdere) koersdaling te remmen. Een hogere koers zou logischerwijs immers van invloed kunnen zijn op het proces van de *private placement* en opbrengst van de beoogde onderhandse verkoop, nu potentiële kopers die door [Bank] werden benaderd bij het

⁴³ Zie randnummer 43 van dit besluit.

⁴⁴ Dit *bookbuilding*-proces verliep als beschreven in randnummers 29 tot en met 31 van dit besluit. De *Scope of Engagement* wordt in paragraaf 1 van de *Engagement Letter* uitgewerkt en paragraaf 1.2 bepaalt dat [Bank] exclusief als agent zal optreden in verband met de voorgenomen transactie (zie documentnummer 03.1).

⁴⁵ Zie documentnummers 03 en 03.1 en Bijlage 1 bij het Onderzoeksrapport.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	16 van 55

formuleren van hun biedprijs onmiskenbaar acht zouden slaan op de huidige koers van het aandeel.

60. Het voorgaande volgt niet alleen uit de logica – een onderhands bod komt niet ‘uit de lucht vallen’, maar is gebaseerd op de beschikbare informatie, waaronder de koers van een aandeel – maar ook uit de biedingen zelf. Twee partijen waren immers bereid een hoeveelheid aandelen Ebusco te kopen tegen een bepaalde korting. Eén van die partijen was bereid om 30.000 aandelen Ebusco te kopen tegen een korting van tussen de 5% en 10%. Een andere partij was bereid om aanvankelijk 100.000 aandelen te kopen tegen een ‘*high-single digit % discount*’.⁴⁶ Uit het gegeven dat de door geïnteresseerde partijen genoemde korting een korting is ten opzichte van de koers van het aandeel,⁴⁷ volgt overduidelijk dat in ieder geval deze twee partijen de beurskoers een rol lieten spelen bij de totstandkoming van hun biedprijs.
61. VDMI leek zich van het voorgaande ook bewust. Nog dezelfde dag dat [Bank] potentiële investeerders benaderde voor de onderhandse verkoop, op 20 september 2022, begon VDMI met het inleggen van agressieve kooporders op Euronext Amsterdam. Hiermee werd de koers in opwaartse richting beïnvloed dan wel een verdere koersdaling voorkomen.⁴⁸ Op zijn beurt kon die (alsdan hogere) koers⁴⁹ van Ebusco van invloed zijn op de prijs die investeerders onderhands zouden bieden en uiteindelijk ook zouden betalen voor het pakket dat onderhands werd aangeboden.
62. Gelet op het voorgaande is de AFM ook na heroverweging van oordeel dat het geobjectiveerde doel van de kooporders en transacties van VDMI in het aandeel Ebusco op 20, 22 en 23 september 2022 was om de koers van het aandeel Ebusco op te drijven of een (verdere) koersdaling te remmen, om zo potentieel een betere prijs te krijgen voor het aandelenpakket dat VDMI gelijktijdig aanbood bij de beoogde onderhandse verkoop. Volledigheidshalve merkt de AFM op dat zij de motivering van het Boetebesluit op dit onderdeel⁵⁰ aanpast, omdat zij na heroverweging niet langer van oordeel is dat het geobjectiveerde doel mede was gelegen in het creëren van een levendige handel, of het wekken van de suggestie daarvan. De AFM heeft het geobjectiveerde doel vastgesteld op basis van de order- en transactiedata, waaruit blijkt dat VDMI veelvuldig agressieve orders heeft ingelegd die een positieve koersimpact hadden gedurende de periode waarbinnen het onderhandse verkoopproces liep in samenhang gezien met haar eerdere handelsgedrag (het afbouwen van haar belang) en de

⁴⁶ Zie documentnummer 05.3.

⁴⁷ Zie de verklaring van [Bank] over de totstandkoming van biedprijs, documentnummer 05.

⁴⁸ Voor de precieze mate van koersimpact verwijst de AFM naar randnummer 43 van dit besluit en Bijlagen 1 tot en met 3 bij het Onderzoeksrapport.

⁴⁹ Of in daling geremde koers.

⁵⁰ Meer specifiek p. 16 en 18 van het Boetebesluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	17 van 55

onderhandse verkoop die reeds in gang was gezet.

63. De AFM is na heroverweging van oordeel dat de kooporders en transacties van VDVI in het aandeel Ebusco op 20, 22 en 23 september 2022 daadwerkelijk of waarschijnlijke onjuiste of misleidende signalen afgaven met betrekking tot de vraag naar en de koers van het aandeel Ebusco. Van de kooporders en transacties van VDVI op Euronext Amsterdam ging immers het voor de markt zichtbare signaal uit dat er vraag was naar het aandeel Ebusco tegen een bepaalde prijs ver boven de beurskoers, terwijl deze vraag er feitelijk niet was nu het VDVI niet te doen kon zijn om het uitbreiden van haar aandelenbelang in Ebusco. Het doel was gelegen in het opdrijven van de koers dan wel het remmen van een koersdaling, om zo een hogere verkoopopbrengst in het onderhandse verkoopproces te bewerkstelligen. Van dit onderhandse verkooptraject konden de marktdeelnemers op Euronext Amsterdam echter niet op de hoogte zijn.
64. Ook is de AFM na heroverweging van oordeel dat VDVI de koers van het aandeel Ebusco daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau heeft gebracht op 20, 22 en 23 september 2022. VDVI heeft gedurende drie van de vijf handelsdagen waarop het onderhands verkoopproces liep, aandelen Ebusco gekocht met een oneigenlijk doel (zie randnummer 59 hiervoor). Daarbij werden orders ingelegd met limieten die aanzienlijk hoger lagen dan de geldende beurskoers op de betreffende momenten, als gevolg waarvan VDVI tegen (veelal) oplopende prijzen hoeveelheden aandelen Ebusco kocht. Dit is zichtbaar geweest voor andere beleggers in het aandeel Ebusco, die (zouden) mogen vertrouwen op een integer proces van prijsvorming dat het gevolg is van een reële waardering van de omstandigheden van Ebusco. Het inleggen van kooporders die resulteren in transacties die erop gericht zijn om de koers omhoog te brengen (om zo een hogere verkoopopbrengst te realiseren), verstoort een integer proces van prijsvorming. Er is aldus geen sprake geweest van een integer proces van vraag en aanbod. De koers, als resultante van dat niet integere proces van vraag en aanbod, vormt daarom geen reële afspiegeling van de daadwerkelijke financiële en economische omstandigheden van (het aandeel) Ebusco. De koers is daarmee daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau gebracht door VDVI.⁵¹
65. Aanvullend - en ten overvloede - merkt de AFM op dat het handelsgedrag van VDVI aansluit bij twee indicatoren van manipulatieve handelingen waarbij onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven en de koers op een abnormaal of kunstmatig niveau wordt gehouden.⁵² De transacties van VDVI op 20, 22 en 23 september 2022 hebben immers een aanzienlijk deel van de dagelijkse omzet in het aandeel Ebusco uitgemaakt, met als hoogste percentage 19% op 23 september 2022. Ook hebben

⁵¹ Zie ook de Uitspraak, r.o. 3.5.3.

⁵² Zie onderdelen a) en b) van Bijlage I, deel A, MAR.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	18 van 55

de transacties van VDVI op voornoemde dagen geleid tot aanzienlijke koerswijzigingen van het aandeel Ebusco, terwijl VDVI een omvangrijke positie in Ebusco had.⁵³

66. Gelet op het voorgaande is de AFM ook na heroverweging van oordeel dat VDVI op 20, 22 en 23 september 2022 het verbod op marktmanipulatie van artikel 15 MAR heeft overtreden. Volledigheidshalve merkt de AFM op dat zij de motivering van het Boetebesluit op dit onderdeel⁵⁴ aanpast, in die zin dat zij na heroverweging van oordeel is dat van de kooporders en transacties van VDVI *daadwerkelijk of waarschijnlijk* onjuiste of misleidende signalen uitgingen en de koers van het aandeel Ebusco *daadwerkelijk of waarschijnlijk* op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht.

Redenen tot boeteoplegging

67. Als gezegd is voor een geïntegreerde, efficiënte en transparante financiële markt marktintegriteit nodig. Een goede werking van de effectenmarkten en vertrouwen van het publiek zijn noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart. Marktmisbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schaadt het vertrouwen van het publiek in de markt.⁵⁵ Marktmisbruik is onmiskenbaar een belemmering voor volledige en reële markttransparantie, terwijl deze transparantie voor het vertrouwen van marktdeelnemers essentieel is en een eerste vereiste is om handelstransacties te kunnen verrichten. De Europese wetgever beschouwt, evenals de Nederlandse wetgever⁵⁶, marktmanipulatie als een ernstige overtreding. De schade die marktmanipulatie aanricht is in financiële zin lastig uit te drukken (uitzonderingen daargelaten), maar vrijwel altijd schaadt marktmanipulatie het vertrouwen in de markt. De Europese wetgever heeft dan ook willen voorzien in billijke, strenge en afschrikwekkende sanctieregelingen die een sterk afschrikwekkend effect hebben.⁵⁷ 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 € 15 miljoen.⁵⁸ De hoogte van dit maximumbedrag, laat zien hoe ernstig de Nederlandse wetgever een overtreding op het verbod op marktmanipulatie acht.
68. Uitgangspunt bij actief zijn op de effectenmarkten is immers dat partijen die zich op deze markten begeven als koper of verkoper, dat met zuivere intenties doen en erop mogen vertrouwen dat het handelsgedrag van andere partijen wordt ingegeven vanuit een reële waardering van de uitgevende

⁵³ Zie randnummers 33 tot en met 43 van dit besluit en Bijlagen 1 tot en met 3 bij het Onderzoeksrapport.

⁵⁴ Meer specifiek p. 16 van het Boetebesluit.

⁵⁵ Zie overweging 2 MAR.

⁵⁶ *Kamerstukken II* 2015/16, 34 455, nr. 3, p. 1 en 9.

⁵⁷ Zie overwegingen 70 en 71 MAR.

⁵⁸ Zie artikel 30, tweede lid, aanhef en onder i en j, MAR.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	19 van 55

instelling waarin partijen investeren. Daaronder verstaat de AFM onder andere het uitbouwen van een positie in een uitgevende instelling wanneer de belegger bijvoorbeeld gelooft in een toekomstige waardeinstijging van die instelling of vanwege een door die instelling nagestreefd principieel doel. Wanneer de intentie van bepaald handelsgedrag andere beleggers op het verkeerde been kan zetten (zoals met marktmanipulatie in de regel het geval is), kan het vertrouwen van andere beleggers in de handel – en breder, in de effectenmarkt – zonder meer worden geschaad. De AFM acht daarom, gelet op de te beschermen waarden van vertrouwen in en integriteit van de financiële markten, boeteoplegging bij overtreding van het verbod op marktmanipulatie in beginsel op zijn plaats.

69. Ook de overtreding door VDVI acht de AFM ernstig en de AFM acht het, ook na heroverweging, opportuun om handhavend op te treden door middel van leedtoevoeging. Boeteoplegging is hiervoor het aangewezen middel en leidt tot generale en speciale preventie. De belangen van VDVI bij het uitblijven van boeteoplegging kunnen naar het oordeel van de AFM niet opwegen tegen voornoemd doel. Daarbij weegt de AFM mee dat VDVI het aandeel Ebusco bewust heeft gemanipuleerd teneinde voor haarzelf een hogere verkoopprijs bij de onderhandse verkoop te bewerkstelligen. Hierdoor zijn beleggers in het aandeel Ebusco op drie van de vijf handelsdagen tussen het moment van het geven van de opdracht aan [Bank] en het bereiken van overeenstemming over de onderhandse verkoop daadwerkelijk of waarschijnlijk geconfronteerd met onjuiste of misleidende signalen over de vraag naar en de koers van het aandeel en met daadwerkelijk of waarschijnlijk abnormale of kunstmatige prijzen van het aandeel. Niet alleen zijn de marktdeelnemers op Euronext Amsterdam en (potentiële) beleggers in het aandeel Ebusco hierdoor benadeeld, ook – en juist – kunnen alle zeventien door [Bank] benaderde investeerders door dit handelsgedrag zonder meer zijn benadeeld. Zij waren vanaf 20 september 2022 op de hoogte van de onderhandse verkoop en konden vanaf dat moment dus een (vergroting van hun bestaande) belang in Ebusco overwegen alsmede de voorwaarden waartegen zij bereid zouden zijn dat belang te nemen dan wel te vergroten. Deze potentiële investeerders hebben zich bij hun bieding of hun beslissing om niet te bieden, mede gebaseerd op de koers van het aandeel Ebusco, waarbij zij logischerwijs ook acht sloegen op de koers op de dagen dat het onderhandse verkoopproces liep. Omdat de koers van het aandeel Ebusco op 20, 22 en 23 september 2022 in ieder geval op momenten daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht, zijn deze investeerders benadeeld althans moeten zij worden geacht te zijn benadeeld door het handelsgedrag van VDVI.
70. Verder acht de AFM van belang dat VDVI de intentie had om aanzienlijk meer aandelen te verkopen dan de 400.000 aandelen Ebusco die uiteindelijk in het onderhandse verkoopproces zijn verkocht, namelijk 1,2 miljoen aandelen. De potentiële benadeling van (andere) investeerders, als voor alle 1,2 miljoen aandelen kopers waren gevonden, was in dat geval aanmerkelijk groter geweest.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	20 van 55

71. Gelet op hetgeen in randnummers 67 tot en met 70 is opgenomen, is de AFM ook na heroverweging van oordeel dat boeteoplegging zonder meer opportuun is.

Boetehoogte

72. Op overtreding van het verbod op marktmanipulatie van artikel 15 MAR staat een maximumboetebedrag van € 15 miljoen. Dit volgt uit 1:81, eerste en derde lid, Wft juncto artikel 5 van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten (**BuEU**) gelezen in samenhang met Bijlage 2 daarbij. Het basisbedrag voor een boete wegens overtreding van dit verbod bedraagt € 7,5 miljoen.⁵⁹ Het BuEU is per 1 april 2024 ingetrokken, gelijktijdig met de inwerkingtreding van het Besluit EU-verordeningen Wft (**BEUv**) dat thans de aanwijzing van bevoegde autoriteiten en de beboetbaarstelling van Europese normen regelt. Het Boetebesluit vermeldt (paragraaf 7.1.2) dat het maximumbedrag van € 15 miljoen is gebaseerd op het BEUv. Op grond van het overgangsrecht geldt voor de door VDVI begane overtreding echter het BuEU.⁶⁰ De AFM past de motivering van het Boetebesluit op dit onderdeel aan. Voor het maximumbedrag en het basisbedrag, alsook voor de boetetoemeting, zorgt dit niet voor een verschil.
73. De AFM voert een boetetoemetingsbeleid om de boetehoogte in een concreet geval vast te stellen aan de hand van het wettelijk basisbedrag (**het Boetetoemetingsbeleid AFM**). In het Boetetoemetingsbeleid AFM is beleid neergelegd ten aanzien van drie wettelijk vastgelegde boeteregimes. In dit geval is het regime van een boete gebaseerd op een wettelijk basisbedrag van belang. Het Boetetoemetingsbeleid AFM omschrijft welke stappen worden doorlopen om de hoogte van de boete te bepalen, hetgeen de AFM hierna zal doen.
74. Stappen 1 en 2 van het Boetetoemetingsbeleid AFM bieden de mogelijkheid om het wettelijk basisbedrag te verhogen of te verlagen aan de hand van de ernst en duur van de overtreding en de mate van 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 onder a tot en met f, van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (**Bbbfs**).

⁵⁹ Artikel 1:81, eerste lid en derde lid, onderdeel b, Wft, in samenhang met artikel 5, eerste lid en derde lid, en Bijlage 2 bij het BuEU. Op grond van artikel 1:81, derde lid, onderdeel c Wft wordt het basisbedrag vastgesteld op de helft van het maximumbedrag van de overtreding (€ 15 miljoen).

⁶⁰ Artikel 11 BEUv bepaalt dat op overtredingen van verordeningen als bedoeld in het BuEU, begaan voor de inwerkingtreding van het BEUv, het BuEU van toepassing is zoals dat voor inwerkingtreding van het BEUv luidde.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	21 van 55

75. De AFM ziet na heroverweging geen reden om het basisbedrag van € 7,5 miljoen te verhogen of te verlagen op grond van de ernst en duur van de overtreding. Zoals hierboven in randnummers 68 en 69 aangegeven, gaat het in het kader van de ernst en duur van de overtreding om een overtreding die de integriteit van de financiële markten heeft geschaad en die het vertrouwen van het publiek in de kapitaalmarkten heeft geschonden (*onderdeel a*). De AFM acht de overtreding ook na heroverweging zonder meer ernstig. In de eerste plaats zijn alle beleggers en potentiële beleggers op Euronext Amsterdam gedurende drie van de vijf handelsdagen waarop de onderhandse verkoop liep, daadwerkelijk of waarschijnlijk geconfronteerd geweest met onjuiste of misleidende signalen met betrekking tot de vraag naar en de koers van het aandeel Ebusco en een daadwerkelijk of waarschijnlijk abnormaal of kunstmatig koersniveau daarvan. Dit geldt evenzeer voor alle zeventien door [Bank] benaderde potentiële investeerders voor de onderhandse verkoop en in het bijzonder de partijen die besloten om een onderhandse bieding te doen. Zoals reeds toegelicht in randnummer 60 konden zij in hun afweging om al dan niet onderhands een bod te plaatsen op de aangeboden aandelen Ebusco, en zo ja voor welke prijs, immers de waarde van dit aandeel meewegen. Zij mochten vertrouwen op een integere koers(vorming).
76. Bovendien draagt aan de ernst en duur bij dat het niet om een enkele of incidentele overtreding ging, maar dat VDVI op drie van de vijf handelsdagen gedurende het onderhandse verkoopproces structureel de MAR heeft overtreden. Hierbij geldt dat zij gedurende de overtredingsperiode – waarin het proces van de onderhandse verkoop liep – steeds meer agressieve aankooporders is gaan plaatsen en meer aandelen is gaan aankopen. Daarmee nam VDVI een steeds hoger percentage van het handelsvolume in het aandeel Ebusco voor haar rekening, tot 23 aankooptransacties voor in totaal 6.800 aandelen, wat neerkomt op 19% van het handelsvolume op 23 september 2022. Gelet op het voorgaande en in combinatie met het onderliggende financieel belang van VDVI – het ging in potentie om een verkoop van 1,2 miljoen aandelen Ebusco waarvoor in totaal zeventien investeerders zijn benaderd – acht de AFM ook na heroverweging de omvang van de overtreding aanzienlijk.
77. Of, en zo ja, hoeveel voordeel VDVI heeft genoten bij haar overtreding is niet goed vast te stellen (*onderdeel b*). In het verlengde van het voorgaande is lastig tot niet vast te stellen welke verliezen derden in financiële zin hebben geleden wegens de overtreding, anders dan dat (potentiële) beleggers op Euronext Amsterdam en de zeventien potentiële investeerders in het onderhandse verkoopproces daadwerkelijk of waarschijnlijk geconfronteerd zijn geweest met een abnormaal of kunstmatig koersniveau. Wel staat naar het oordeel van de AFM vast dat schade is toegebracht aan de werking van de markten, juist omdat de koers van het aandeel Ebusco daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht (*onderdeel c*). VDVI heeft met haar manipulatieve handelsgedrag de werking van de kapitaalmarkt verstoord, waardoor schade aan het

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	22 van 55

vertrouwen in de markt een gegeven is. Tot slot zijn de gevolgen van de overtreding voor het financieel stelsel (*onderdeel d*) onduidelijk. Voornoemde omstandigheden geven naar het oordeel van de AFM na heroverweging geen aanleiding om tot een verhoging, maar ook niet tot een verlaging van het basisbedrag over te gaan.

78. Ook in de verwijtbaarheid van VDVI ziet de AFM geen reden om tot een verhoging of een verlaging van het wettelijk basisbedrag over te gaan. De overtreding is VDVI volledig te verwijten (*onderdeel e*). Van eenieder, en zeker van een grootaandeelhouder in een uitgevende instelling, die actief is op de beurs, mag worden verwacht dat hij zich op de hoogte stelt van de geldende wet- en regelgeving en daarnaar handelt. Dit geldt temeer voor de kernbepalingen die zien op de buitengrenzen van het handelen op de kapitaalmarkten: het verbod op het handelen met en mededelen van voorwetenschap en het verbod op marktmanipulatie.
79. De AFM rekent het VDVI zwaar aan dat VDVI het manipulatieve handelsgedrag is gaan vertonen nadat zij [Bank] de opdracht voor de begeleiding van het onderhands verkoopproces had gegeven en dat het manipulatieve handelsgedrag intensiverde naarmate het onderhandse verkoopproces vorderde. Vanaf 20 september 2022 kocht zij welbewust aandelen Ebusco bij, terwijl zij haar belang aan het afbouwen was en de intentie had om het verder af te bouwen middels de onderhandse verkoop. Zoals de AFM eerder heeft uiteengezet, is het VDVI naar het oordeel van de AFM te doen geweest om met haar kooporders en transacties een hogere verkoopopbrengst van het onderhands aangeboden aandelenpakket te krijgen. Op de derde dag waarop VDVI de MAR meermaals (drieëntwintig keer) overtrad (23 september 2022), heeft VDVI met haar agressieve orders en transacties uiteindelijk ruim 19% van de verhandelde aandelen op die dag voor haar rekening genomen en een aanzienlijke positieve koersimpact bewerkstelligd (van in totaal € 1,79).
80. Dat dit de eerste door de AFM vastgestelde overtreding door VDVI van het verbod op marktmanipulatie betreft (*onderdeel f*), maakt in combinatie met hetgeen in randnummers 78 en 79 is genoemd, dat de AFM geen reden tot een verlaging (maar ook niet tot een verhoging) van het wettelijk basisbedrag ziet in het kader van de verwijtbaarheid van VDVI.
81. Gelet op het voorgaande, geven stappen 1 en 2 van het Boetetoemettingsbeleid AFM ook na heroverweging geen aanleiding tot een verhoging of een verlaging van het wettelijk basisbedrag van € 7,5 miljoen. Van recidive is geen sprake, waardoor verdubbeling van het basisbedrag niet aan de orde is (stap 3).⁶¹

⁶¹ Zie artikel 1:81, vierde lid, Wft.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	23 van 55

82. Bij stap 4 wordt aan de hand van de omvangtabel gekeken naar de omvang van de onderneming. Het balanstotaal van VDVI overstijgt € 25 miljoen. Op grond van het Boetetoemetingsbeleid AFM wordt de boete in dat geval op 100% vastgesteld. Op basis van het voorgaande blijft de boete na stap 4 van het Boetetoemetingsbeleid AFM dus staan op € 7,5 miljoen.
83. Tot slot kan de AFM het boetebedrag, dat op basis van de hiervoor genoemde stappen 1 tot en met 4 is vastgesteld, verlagen op grond van overige omstandigheden van het geval (ook wel aangeduid als de passendheidstoets). Daarbij neemt de AFM een drietal uitgangspunten in acht, te weten (i) de opstelling van de overtreder, (ii) cumulatie van boetes en (iii) de evenredigheid in het algemeen. In de eerste twee punten ziet de AFM ook na heroverweging geen aanleiding om tot een verlaging van het boetebedrag over te gaan en VDVI heeft ook niet aangevoerd waarom een verlaging in verband hiermee op zijn plaats zou zijn.
84. Wel geeft algemene evenredigheid aanleiding om het boetebedrag te verlagen tot € 3 miljoen. Ook na heroverweging is de AFM van oordeel dat dit bedrag passend en geboden is. In het voorgaande heeft de AFM uiteengezet waarom zij (evenals de Europese en Nederlandse wetgever) marktmanipulatie een ernstige overtreding vindt, op welke manier VDVI artikel 15 MAR heeft overtreden en waarom de AFM een boete aan VDVI heeft opgelegd. Hoewel de AFM het ernstig en verwijtbaar acht dat VDVI gedurende de vijf handelsdagen dat het onderhands verkoopproces liep, op drie dagen meerdere manipulatieve transacties verrichtte en daarmee invloed had op de koers(vorming), acht zij een bedrag van € 7,5 miljoen niet passend voor de overtreding van VDVI. In de gehele context waarin de overtreding is begaan, ziet de AFM aanleiding voor een substantiële verlaging van dit basisbedrag. Al het voorgaande in overweging nemende, blijft het boetebedrag staan op € 3 miljoen. De AFM acht dit bedrag ook na heroverweging passend en geboden.

V. Beoordeling van de bezwaargronden A tot en met E

A. De AFM hanteert een verkeerde uitleg van marktmanipulatie

85. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 86 tot en met 89 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van VDVI en niet dat van de AFM.
86. De AFM hanteert een eigen definitie van het begrip marktmanipulatie, door een taalkundige uitleg in plaats van een juridische uitleg van het begrip te hanteren. De AFM legt het begrip verkeerd uit door het uit te leggen als het tegengestelde van rationeel, logisch en verklaarbaar handelen op basis van een vooraf uitgevoerde waardering van het betrokken instrument. Beleggers handelen immers veelal niet rationeel en om tal van andere legitieme redenen dan een waardering vooraf. Pensioenfondsen

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	24 van 55

verkopten bijvoorbeeld deelnemingen in gas uit duurzaamheidsoverwegingen en retailbeleggers kopen aandelen zonder noemenswaardig onderzoek. Ook een verkoop wegens verplichtingen elders heeft niets te maken met een waardering van een uitgevende instelling. Dergelijke transacties dragen niet bij aan efficiënte prijsvorming op de markt. Iedere irrationele belegger zou naar de uitleg van de AFM de markt manipuleren, wat evident een onjuiste uitleg is die indruist tegen de vrijheid om naar eigen inzicht te handelen. Ook hecht de AFM in strijd met de MAR waarde aan het mogelijke motief van VDMI om de markt te manipuleren. Niet elke transactie die tot een inefficiënte prijs leidt, is een overtreding van de MAR. Bovendien past de AFM de MAR inconsistent toe, door geen bezwaren te uiten tegen eerdere transacties van VDMI in het aandeel Ebusco buiten de overtredingsperiode.

87. Van een transactie gaat niet zonder meer een misleidend signaal uit als deze is verricht buiten de normale vraag- en aanbodverhoudingen. In de literatuur wordt betoogd dat er ten minste een grote kans moet zijn dat de markt wordt misleid door een transactie, voordat sprake is van 'daadwerkelijk of waarschijnlijk' onjuiste of misleidende signalen. Ditzelfde geldt voor het vereiste van een 'daadwerkelijk of waarschijnlijk' abnormaal of kunstmatig koersniveau. Bovendien is de invulling die de AFM geeft aan het vereiste van misleidende signalen niet gestoeld op de wet en onverenigbaar met de beleggingspraktijk.
88. Daarnaast bedient de AFM zich van een cirkelredenering bij de vaststelling dat sprake is van een abnormaal of kunstmatig koersniveau, waarin de onjuiste aanname ligt besloten dat iedere manipulatieve transactie zonder meer leidt tot een abnormaal of kunstmatig koersniveau. Daarmee miskent de AFM dat een misleidende order of transactie pas tot een abnormaal of kunstmatig koersniveau leidt als die handeling én invloed heeft op de vraag- of aanbodzijde van de markt én vervolgens gevolgen heeft voor de koersvorming. Uit de MAR volgt dat sprake moet zijn van geslaagde manipulatie of ten minste een deugdelijke poging daartoe, voordat het koersniveau 'daadwerkelijk of waarschijnlijk' abnormaal of kunstmatig is.
89. Tot slot introduceert de AFM ten onrechte een nieuwe indicator voor marktmanipulatie, te weten de samenloop van kooptransacties en een verkoopintentie. Dit gedrag wordt niet als indicator genoemd in Bijlage I, onderdeel A van de MAR of in Bijlage II, Afdeling I van Gedelegeerde Verordening 2016/522 en hiermee miskent de AFM de essentie van beleggen, namelijk het kopen van aandelen met de intentie deze op enige termijn tegen een hogere prijs te verkopen. Deze intentie (verkopten tegen een hoge prijs) zal in de regel bestaan en sluit niet uit dat gelijktijdig een koopintentie bestaat (aankopen tegen een lage prijs). Het is hierbij van belang om transacties en intenties van elkaar te onderscheiden. Bovendien zouden, met de uitleg dat de samenloop van kooptransacties met een verkoopintentie in beginsel marktmanipulatie oplevert, verschillende gebruikelijke praktijken zoals *short selling*, *high frequency trading* en daghandel op de tocht komen te staan. Deze uitleg maakt

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	25 van 55

actief beleggen, dat bijdraagt aan vrije prijsvorming in de markt, onnodig risicovol en is in strijd met de bedoeling van de MAR.

Reactie AFM

90. De AFM kan VDMI niet volgen in de stelling dat de AFM een verkeerde uitleg van het begrip marktmanipulatie hanteert. VDMI dicht de AFM in haar Aanvullend bezwaarschrift een bepaalde uitleg van het marktmanipulatiebegrip toe die de AFM niet hanteert. De AFM neemt immers geenszins het standpunt in dat iedere marktdeelnemer die niet op basis van een waardering van een financieel instrument handelt, de markt manipuleert. Evenmin is de AFM van oordeel dat de samenloop van een kooptransactie met de enkele intentie om op enig moment te verkopen marktmanipulatie oplevert. De toepassing van het wettelijk kader zoals de AFM dat in het onderhavige geval in randnummers 55 tot en met 66 en in het Boetebesluit heeft gedaan, leidt, anders dan VDMI doet voorkomen, ook niet tot deze conclusies. De AFM licht dat als volgt toe.
91. Bij de beantwoording van de vraag of sprake is van marktmanipulatie is op grond van artikel 12 MAR van belang of de orders en transacties van VDMI daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgaven met betrekking tot de vraag naar of de koers van het aandeel Ebusco en of de koers van dat aandeel door die orders en transacties daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht. Dat is de lat waarlangs de AFM het handelsgedrag van VDMI heeft gelegd, waarbij op basis van vaste jurisprudentie is beoordeeld wat het geobjectiveerde doel van de betreffende orders en transacties is.
92. Volledig in lijn met dit kader, heeft de AFM vastgesteld dat het geobjectiveerde doel van de kooptransacties van VDMI op 20, 22 en 23 september 2022 was gelegen in het bewerkstelligen van een positieve koersimpact dan wel het beperken van een (verdere) koersval. Hoe zij dit geobjectiveerde doel heeft vastgesteld, is reeds toegelicht in randnummer 62 van dit besluit. De AFM heeft hierbij niets anders gedaan dan het wettelijk kader, dat nader is ingevuld door vaste jurisprudentie, toepassen op het geheel van handelen door VDMI in de betreffende periode waarin het onderhandse verkoopproces reeds was gestart.
93. Gelet hierop kan de AFM het standpunt van VDMI, dat de invulling die de AFM geeft aan het vereiste van misleidende signalen niet is gestoeld op de wet en onverenigbaar is met de beleggingspraktijk, niet volgen. Evenmin kan de toepassing van het wettelijk kader door de AFM tot de conclusie leiden dat iedere belegger die niet op basis van een waardering van een financieel instrument handelt, of, sterker nog, dat iedere koper die op enig moment weer wil verkopen (en aldus een mogelijke verkoopintentie heeft), de markt manipuleert. Daarmee miskent VDMI de karakteristieken van haar

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	26 van 55

eigen handelsgedrag, namelijk het agressief en steeds intensiever aankopen van aandelen tegen een hogere prijs dan de op dat moment geldende beurskoers, terwijl reeds zeventien investeerders waren benaderd voor de onderhandse verkoop van een omvangrijk belang van 1,2 miljoen van diezelfde aandelen. VDVI deed zich hierbij in de markt voor als koper, terwijl zij reeds op dat moment het verkoopproces voor een omvangrijk aandelenpakket in gang had gezet. De gehele combinatie van dit handelen is door de AFM beoordeeld en leidt ertoe dat sprake was van marktmanipulatie, niet het enkele feit dat VDVI aankooptransacties verrichtte waarbij zij in potentie op enig moment een verkoopintentie zou hebben. Gelet hierop treft ook haar stelling dat het standpunt van de AFM onverenigbaar is met de beleggingspraktijk, geen doel.

94. Het feit dat de AFM geen bezwaren uit tegen kooptransacties van VDVI in het aandeel Ebusco voorafgaand aan de overtredingsperiode, terwijl zij haar belang reeds aan het afbouwen was, maakt niet dat de AFM de MAR inconsistent toepast. VDVI gaat eraan voorbij dat het onderzoek van de AFM geen betrekking heeft op die periode. Alleen al hierom is van inconsistentie geen sprake. Bovendien gaat VDVI voorbij aan het verwijt dat de AFM haar maakt. Het gaat de AFM daarbij om kooporders en -transacties terwijl het onderhandse proces voor een omvangrijke verkoop al in gang was gezet en hiertoe zeventien investeerders waren benaderd. Zonder een oordeel te vellen over eerdere transacties van VDVI, waartoe de AFM ook niet verplicht is, wijst de AFM op dit wezenlijke verschil.
95. De AFM kan VDVI ook niet volgen in haar standpunt dat, voordat sprake is van daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen of een daadwerkelijk of waarschijnlijk abnormaal of kunstmatig koersniveau, er een grote kans moet zijn dat de markt daadwerkelijk is misleid door een transactie. Hiervoor bieden zowel de wet als de wetsgeschiedenis en de jurisprudentie geen aanknopingspunten. De markt zou simpelweg mogen vertrouwen op een eerlijk proces van vraag en aanbod, waaruit de koers resulteert. Anders dan VDVI meent, bedient de AFM zich niet van een cirkelredenering bij de vaststelling dat sprake is van een abnormaal of kunstmatig koersniveau. Ook kan VDVI niet gevolgd worden in de stelling dat een misleidende order of transactie pas tot een abnormaal of kunstmatig koersniveau leidt als die handeling én invloed heeft op de vraag- of aanbodzijde van de markt én vervolgens invloed heeft op de koersvorming. Zij lijkt het standpunt in te nemen dat overige marktdeelnemers de koersbeweging, die ten gevolge van misleidende orders is ingezet, moeten volgen en hun handelsgedrag aldus moeten aanpassen op de orders waar een onjuist of misleidend signaal van uit ging, om te kunnen spreken van een kunstmatige koers. De tekst van de MAR biedt echter geen enkele steun voor deze lezing. Voldoende is immers dat het koersniveau daadwerkelijk of *waarschijnlijk* abnormaal of kunstmatig is (geweest). Dat is het geval als

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	27 van 55

de koers niet het resultaat is van een integer proces van vraag en aanbod.⁶² Hoewel dit een indicatie voor marktmanipulatie zal zijn,⁶³ is een daadwerkelijke koersbeweging of -omslag niet vereist. De AFM brengt evenwel in herinnering dat VDVI wel degelijk een aanzienlijke positieve koersimpact heeft gehad met haar kooptransacties (zie randnummer 43 van dit besluit). Evenmin vereist de MAR dat sprake moet zijn van een geslaagde manipulatie in de zin van een koersverandering of een deugdelijke poging daartoe, voordat gesproken kan worden van een daadwerkelijk of waarschijnlijk abnormaal of kunstmatig koersniveau.

96. De AFM kan VDVI tot slot niet volgen in de stelling dat de AFM een nieuwe indicator voor marktmanipulatie introduceert. Dit doet de AFM alleen al niet omdat zij als gezegd niet van oordeel is dat de enkele samenloop van een *kooptransactie* met een *verkoopintentie* in beginsel marktmanipulatie oplevert. De AFM maakt marktpartijen niet het verwijt van marktmanipulatie wanneer zij bij het kopen van bijvoorbeeld aandelen de intentie hebben om deze op enig moment (winstgevend) te verkopen. Bovendien erkent de AFM dat beleggers om andere legitieme redenen dan een waardering van een uitgevende instelling, zoals duurzaamheidsoverwegingen of financiële verplichtingen elders kunnen handelen. VDVI miskent echter op beide punten opnieuw het verwijt dat de AFM haar maakt: het gaat om de (alsdan) misleidende signalen die uitgaan van haar *agressieve kooporders* en transacties terwijl reeds een verkoopproces in gang was gezet. Ten overvloed merkt de AFM op dat, om te spreken van een overtreding van het verbod op marktmanipulatie, niet vereist is dat het vastgestelde handelsgedrag overeenkomt met (een van de) de indicatoren genoemd in Bijlage I, onderdeel A van de MAR of de handelspraktijken ter nadere uitwerking van enkele indicatoren van Bijlage II, Afdeling I van Gedelegeerde Verordening 2016/522. Het betreft immers expliciet een niet-limitatieve lijst van indicatoren.⁶⁴
97. Het voorgaande leidt er ook toe dat het standpunt van VDVI, dat verschillende gebruikelijke praktijken zoals *short selling*, *high frequency trading* en daghandel op de tocht zouden komen te staan met de uitleg van de AFM, niet kan worden gevolgd. Hoewel voornoemde praktijken in dit geval irrelevant zijn om de enkele reden dat er geen sprake van is bij VDVI, hecht de AFM eraan op te merken dat er wezenlijke verschillen bestaan tussen het handelsgedrag van VDVI en deze praktijken. Bij *short selling* wordt gespeculeerd op een koersdaling, waarbij de handelaar optreedt als verkoper van aandelen die hij (nog) niet heeft. De aandelen worden op een later moment gekocht door de

⁶² 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.

⁶³ Artikel 12, eerste lid, onderdeel a, en derde lid, MAR in samenhang met Bijlage I.

⁶⁴ Zie overweging 38 en artikel 12, derde lid, MAR.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	28 van 55

handelaar, wanneer de koersdaling waarop werd gespeculeerd zich heeft ingezet. Anders dan het geval van VDVI, is in een dergelijke situatie geen sprake van een handelaar die zich gelijktijdig als koper én verkoper manifesteert. Bij *high frequency trading*, een vorm van daghandel, volgen koop- en verkooporders (en transacties) elkaar snel op, waarbij veelal winst wordt behaald op kleine koersverschillen, maar is het niet zo dat een handelaar kooptransacties verricht op hetzelfde moment dat er reeds een proces in gang is gezet voor een (aanzienlijk grotere) verkooporder. Ook zouden de limieten van de kooporders niet ver boven de op dat moment geldende koers liggen. Op deze twee punten is het handelsgedrag van VDVI dus niet vergelijkbaar. Ditzelfde geldt voor andere vormen van daghandel dan *high frequency trading*. Bovendien sloot VDVI haar posities in het aandeel Ebusco niet tegen het einde van de dag. Integendeel, zij had een aanzienlijk belang dat zij evident deels wilde verkopen maar kocht desondanks kleine plukjes aandelen bij.

98. Heroverweging ten aanzien van dit onderdeel leidt dus niet tot een ander oordeel.

B. Er is geen sprake van een overtreding

99. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 100 tot en met 111 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van VDVI en niet dat van de AFM.

100. De AFM heeft onvoldoende inzichtelijk gemaakt welke toets zij heeft aangelegd bij de beantwoording van de vraag of het verbod op marktmanipulatie door VDVI is overtreden. Hieruit moet worden afgeleid dat VDVI het verbod niet heeft overtreden en op zijn minst dat het Boetebesluit ondeugdelijk is gemotiveerd. De AFM komt niet op basis van bewijs, maar op basis van een drietal aannames of vermoedens tot de conclusie dat VDVI zich schuldig heeft gemaakt aan marktmanipulatie. Die vermoedens vloeien bovendien niet redelijkerwijs voort uit de onderhavige omstandigheden. Voorts verwacht de AFM dat VDVI aantoont dat zij de markt niet wilde manipuleren. Dit is in strijd met artikel 3:2 Awb en het nemo tenetur-beginsel en de AFM keert hiermee de bewijslast om in weerwil van vaste rechtspraak. Uit die rechtspraak volgt dat de bewijslast op het bestuursorgaan rust en het bestuursorgaan de betrokkene in geval van twijfel het voordeel van de twijfel moet gunnen. De vereiste feiten en omstandigheden moeten buiten redelijke twijfel komen vast te staan en overtuigend worden aangetoond. Het bestuursorgaan mag bij het leveren van bewijs gebruik maken van vermoedens die redelijkerwijs voortvloeien uit de aanwezige bewijsmiddelen, maar dit gaat niet zo ver dat slechts voldoende aannemelijk moet worden gemaakt dat een overtreding is begaan. Niet is vereist dat de betrokkene bewijst dat hij de overtreding niet heeft begaan.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	29 van 55

De eerste onjuiste aanname

101. De eerste aanname van de AFM, dat het VDVI te doen is geweest om de koers van het aandeel Ebusco op te drijven om zo een betere prijs voor de onderhands aangeboden aandelen te krijgen, is onjuist. In de eerste plaats ontbreekt een causaal verband tussen de koers op de dagen 20, 22 en 23 september 2022 en de verkoopprijs van het door VDVI onderhands aangeboden aandelenpakket. De biedboeken van 23 en 26 september 2022 tonen aan dat onderhandse verkopers hun bod in het geheel niet lieten afhangen van de beurskoers op 20, 22 en 23 september 2022. De verkoopprijs werd volledig bepaald door de twee grote biedingen van € 16, die in het geheel losstonden van de koers. De beurskoers en het handelsvolume fluctueert van dag tot dag en zegt daarmee weinig over de daadwerkelijke waardering van een aandeel. Bieders baseren hun bieding veelal op basis van een analyse van de fundamentele waarde van de onderneming. Zij willen wel een korting ten opzichte van de beurskoers, maar hun biedingen hangen niet af van de beurskoers op de transactiedatum of de dagen ervoor. Uit de biedboeken blijkt bovendien dat de geïnteresseerden pas na 23 september 2022 een bieding uitbrachten en zij dus nog geen definitieve beleggingsbeslissing hadden genomen op de dagen waarop de AFM VDVI verwijt de markt te hebben gemanipuleerd. Eventuele kortstondige prijseffecten van de kooptransacties van VDVI waren al verdwenen tegen het einde van de handelsdag op 23 september 2022 en hebben dus geheel geen invloed gehad op de prijsvorming in de onderhandse verkoop. Het vermoeden van de AFM dat het manipulatieve karakter van de transacties blijkt uit het winstmotief van VDVI bij de onderhandse verkoop, kan dus ook niet waar zijn. En zelfs al zou dit motief juist zijn, dan laat de MAR geen ruimte om dit in de boordeling te betrekken.
102. Tegenover deze hypothese, die onwaar is, plaatst VDVI bovendien een andere hypothese. Een hogere koers zou de kopers in het onderhandse verkoopproces kunnen afschrikken, omdat zij liever op een lager koersniveau zouden willen instappen. Minder interesse bij kopers betekent minder verkoop van aandelen en dus een lagere opbrengst. VDVI zou daarom wel gek zijn om de koers te willen opdrijven.
103. Het aandeel van VDVI van 19% in de totale handel in Ebusco op 23 september 2022 is geen indicatie voor marktmanipulatie, gelet op de beperkte liquiditeit van het aandeel Ebusco. Bovendien vertegenwoordigen de transacties van VDVI over drie dagen gemiddeld 0,005% van het totale geplaatst kapitaal van Ebusco. Het is ondenkbaar dat de door [Bank] benaderde investeerders hun waardering hebben laten afhangen van de transacties van VDVI. Ook hecht de AFM er onterecht waarde aan dat de kooporders door VDVI op agressieve wijze werden ingelegd. Een orderlimiet boven de geldende koers geeft alleen het signaal dat een partij direct aandelen wenst te kopen. VDVI heeft met haar kooporders ook bedoeld om direct aandelen Ebusco te kopen en die orders hebben geleid tot reële transacties tegen een reële koers. Orders die direct tot uitvoering beogen te komen,

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	30 van 55

zoals agressieve orders en bestens orders, zijn niet verboden en komen veel voor. Daarnaast heeft de AFM ten onrechte conclusies verbonden aan de limieten die VDVI aan haar kooporders meegaf. VDVI had immers geen volledig inzicht in het orderboek, alleen in geaggregeerde en verouderde koersdata.

104. In de derde plaats veronderstelt de AFM op onlogische wijze dat het doen van kleine transacties bijdraagt aan het manipulatieve signaal dat van die transacties uitging. Het verrichten van kleine transacties toont juist aan dat VDVI niet heeft bedoeld de koers te beïnvloeden. Als zij dat wel had willen doen om een hogere verkoopopbrengst in het onderhands verkoopproces te behalen, dan had VDVI juist op 26 september 2022 moeten handelen. Dat is niet gebeurd, terwijl VDVI hiertoe financieel gemakkelijk in staat was. Ook [Bank] achtte dit van belang bij het indienen van de STOR, die niet wegens een vermoeden van marktmanipulatie maar van handel met voorwetenschap werd ingediend. De AFM verliest uit het oog dat, hoewel kleine orders weliswaar manipulatief kunnen zijn, uit vaste rechtspraak een stevige toets aan alle feitelijke omstandigheden volgt.

De tweede onjuiste aanname

105. De tweede onjuiste aanname is dat VDVI geen andere reden kan hebben gehad voor de kooptransacties dan het willen manipuleren van de markt in het aandeel Ebusco. Aanwijzingen voor legitiem handelen kunnen in meer factoren worden gevonden dan een waarderingsexercitie. De AFM heeft ten onrechte niet in haar besluitvorming meegewogen of de transacties gebruikelijk en logisch waren, pasten binnen een patroon van eerder gedane transacties, te verklaren waren vanuit portefeuillesamenstelling of noodzakelijk waren om aan verplichtingen te voldoen. Beleggers kunnen niet zijn misleid, omdat het echte orders van VDVI waren, die zij daadwerkelijk liet uitvoeren. Zij wilde daadwerkelijk aandelen kopen en was bereid een hogere prijs te betalen dan de op dat moment geldende beurskoers. Het waren geen schijntransacties en zij trok haar orders ook niet in.
106. De AFM miskent in de eerste plaats dat een belegger meer dan één intentie kan hebben. Uit het feit dat VDVI niet haar gehele belang in Ebusco wilde verkopen maar een deel ervan, had de AFM moeten opmaken dat VDVI een *hold*-intentie had. VDVI had al sinds de beursgang van Ebusco een belang van 20% en is lange tijd na de onderhandse verkoop grootaandeelhouder gebleven. Zij verkocht in de periode van 27 juli tot 26 september 2022 slechts 3,5% van haar originele belang en wilde met de onderhandse verkoop tot 1,2 miljoen aandelen verkopen (ongeveer 10% van haar belang). Als lange termijn aandeelhouder geloofde zij erin dat zij op termijn een hogere verkoopprijs kon krijgen. De kooptransacties van VDVI pasten binnen haar portefeuille en zijn daarmee legitiem.
107. De AFM gaat eraan voorbij dat VDVI de onderhandse verkoop verrichtte om haar belang in Ebusco over langere termijn af te bouwen. VDVI zag 2022 als een goed moment om haar winst geleidelijk te verzilveren en het risico voor haar balans van koersdalingen van Ebusco te verkleinen. Bij de afbouw

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	31 van 55

was het voor VDVI van belang dat het tot een verkoop van stukken kwam, omdat VDVI in de periode na de onderhandse verkoop omvangrijke betalingsverplichtingen had. Vanwege de teleurstellende verkoopprijs die VDVI vernam van [Bank] heeft zij overwogen de onderhandse verkoop niet door te laten gaan, maar het doorgaan van de verkoop was van groter belang dan de opbrengst daarvan. VDVI ging akkoord met verkoop op de dag waarop de waarde van het aandeel van Ebusco het hardst daalde (met 4,5%). De suggestie dat VDVI misleidende transacties verrichtte om enkele centen per aandeel extra te ontvangen, staat haaks hierop.

108. Ten derde miskent de AFM dat VDVI ten tijde van de kooptransacties op 20, 22 en 23 september 2022 geen verkoopbeslissing had genomen. VDVI had op dat moment alleen een verkoopintentie en is nooit als koper en verkoper tegelijk in de markt geweest. Het was goed mogelijk dat niemand van de benaderde investeerders een voldoende aantrekkelijk bod zou doen, er werd immers slechts belangstelling gepeild door [Bank]. Pas op 26 september 2022 nabears ontving VDVI het aanbod om 400.000 aandelen voor € 16 per stuk te verkopen en besloot zij tot verkoop, terwijl zij diezelfde dag geen aankopen deed.
109. Tot slot miskent de AFM dat de kooptransacties passen in het handelsgedrag van VDVI in de periode waarin VDVI begon te handelen in het aandeel Ebusco tot de dag waarop de onderhandse verkoop plaatsvond (26 september 2022). In die periode, waarin VDVI haar belang in Ebusco per saldo afbouwde, kocht VDVI op vier verschillende handelsdagen in augustus 2022 nog eens 9.760 aandelen. De AFM heeft ten onrechte de voorgaande aanwijzingen dat de kooptransacties van VDVI legitiem waren, niet betrokken in haar oordeel.

De derde onjuiste aanname

110. De derde onjuiste aanname van de AFM, is dat de AFM op basis van het feit dat de kooptransacties van VDVI veelal tot een *PriceTick* leidden,⁶⁵ concludeert dat de koers op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht. Een *PriceTick* laat alleen zien dat VDVI aandelen tegen de laagst beschikbare prijs opkocht en tegen die laagste prijs niet langer meer kon worden gekocht, niet dat de koers fundamenteel veranderde. De transactie heeft in beginsel geen gevolgen voor het orderboek, tenzij beleggers vanwege die *PriceTick* nieuwe kooporders tegen hogere limieten inleggen. Pas dan is sprake van een kunstmatig koersniveau, omdat alleen dan andere beleggers gevolg geven aan de beïnvloeding van de markt. Verder toont de AFM niet aan dat sprake is van een abnormaal of kunstmatig hoge koers van het aandeel Ebusco. Uit koersdata blijkt dat dat niet het geval is. De koers daalde sterk op twee van de drie handelsdagen waarop VDVI kooptransacties verrichtte. VDVI heeft de koers dan ook niet op een abnormaal of kunstmatig niveau gebracht of een koersdaling

⁶⁵ Zie randnummer 23 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	32 van 55

tegengehouden. Dit volgt ook uit het feit dat er andere kopers in de markt waren die nog hogere prijzen wilden betalen dan VDVI: zij is niet degene geweest die voor de hoogste koers van het aandeel Ebusco heeft gezorgd op 20, 22 en 23 september 2022. De AFM heeft echter niet onderzocht welke kopers er die dagen nog meer in de markt waren en waarom zij nog hogere prijzen hebben willen betalen. Evenmin heeft zij onderzocht of de direct betrokken partijen zijn misleid, of zij dit als zodanig hebben ervaren. Dit had zij minimaal moeten onderzoeken en kunnen uitvragen.

111. Het enige bewijs voor het kunstmatige koersniveau, is dat de kooptransacties van VDVI een koersreactie gaven. De AFM schiet hiermee tekort in de op haar rustende bewijslast. Transacties op de beurs hebben immers veelal een koerseffect, maar leiden daarmee niet tot een kunstmatige koers. De AFM toont niet aan, bijvoorbeeld door een analyse van het orderboek, dat andere beleggers anders zijn gaan handelen als gevolg van de transacties van VDVI. Als zij dat onderzoek had gedaan, was zij tot de conclusie gekomen dat de markt niet is misleid.

Reactie AFM

112. VDVI kan niet worden gevolgd in de stelling dat de AFM onvoldoende inzichtelijk heeft gemaakt welke toets zij heeft aangelegd bij het beoordelen van de vraag of het verbod op marktmanipulatie is overtreden door VDVI. Anders dan VDVI stelt, vereist de AFM niet van VDVI dat zij bewijst de overtreding niet te hebben begaan. Ook volgt de AFM VDVI niet in de stelling dat de AFM een drietal aannames of vermoedens, die bovendien onjuist zouden zijn, ten grondslag heeft gelegd aan de conclusie dat VDVI de markt heeft gemanipuleerd. De AFM heeft aan de hand van de feiten en omstandigheden in onderlinge samenhang gezien buiten redelijke twijfel aangetoond dat VDVI met haar handelsgedrag op 20, 22 en 23 september 2022 het verbod op marktmanipulatie heeft overtreden. De AFM licht dit als volgt toe. Vooraf merkt de AFM op dat VDVI in haar Aanvullend bezwaarschrift verschillende kenmerken van haar handelsgedrag afzonderlijk behandelt en de indruk wekt dat de AFM dit ook heeft gedaan bij de vaststelling van de overtreding van VDVI. De AFM herhaalt en benadrukt dat zij de feiten en omstandigheden in onderlinge samenhang heeft beoordeeld, zoals hiervoor in randnummers 48 tot en met 66 toegelicht. Tegen die achtergrond dient de reactie van de AFM op de bezwaargrond van VDVI te worden gezien.
113. De AFM heeft zowel hiervoor in randnummers 48 tot en met 54 en randnummers 55 tot en met 66 van dit besluit als in het Boetebesluit het wettelijk kader van marktmanipulatie toegelicht en het geheel van handelen van VDVI hier gemotiveerd aan getoetst. Naar het oordeel van de AFM berust het Boetebesluit daarom al niet op een ondeugdelijke motivering. Dat VDVI zich niet kan verenigen met deze motivering, maakt immers niet dat deze ondeugdelijk is. De AFM verwacht niet van VDVI dat zij aantoont de markt niet te hebben gemanipuleerd. Wel heeft de AFM bij herhaling de vraag

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	33 van 55

gesteld of VDVI een verklaring heeft voor het inleggen van agressieve kooporders tijdens een periode waarin VDVI onmiskenbaar het voornemen heeft om juist een groot pakket aandelen te verkopen en het proces hiertoe reeds in gang is gezet met de benadering van zeventien investeerders door [Bank]. VDVI doet het voorkomen alsof de terecht door de AFM gestelde⁶⁶ vraag een omkering van de bewijslast zou inhouden, hetgeen niet het geval is. Van strijd met het nemo tenetur-beginsel is dan ook geen sprake.

114. Uit het voorgaande volgt dat de AFM geen onjuist uitgangspunt heeft genomen voor de beoordeling van het handelsgedrag van VDVI en de kwalificatie hiervan als marktmanipulatie. Van strijd met artikel 3:2 Awb is daarin geen sprake. Op de aannames of vooroordelen die de AFM volgens VDVI ten grondslag heeft gelegd aan het Boetebesluit, gaat de AFM hierna afzonderlijk in.

Het verband tussen de beurskoers en de onderhandse verkoop

115. De AFM volgt VDVI niet in de stelling dat een causaal verband ontbreekt tussen de beurskoers van het aandeel Ebusco op 20, 22 en 23 september 2022 en de verkoopprijs van het onderhands aangeboden aandelenpakket. De AFM heeft hiervoor in randnummers 59 en 60 uiteengezet dat de koers van het aandeel van invloed kan zijn op de prijsbepaling voor de biedingen en hoe dit ook daadwerkelijk het geval is geweest. Twee partijen hebben immers een korting in procenten bedongen ten opzichte van de koers van het aandeel Ebusco. Voor de stelling dat de biedboeken van 23 en 26 september 2022 aantonen dat de onderhandse kopers hun bod niet lieten afhangen van de beurskoers, vindt de AFM zowel in (het gebrek aan) de onderbouwing van VDVI van dit standpunt als in de feiten geen steun. Het mag zo zijn dat op een verkoopprijs van € 16 is gekomen en dat dit voornamelijk kan komen door de twee grotere biedingen op dat prijsniveau, maar daarmee is nog niet gezegd of gebleken dat ook die partijen bij hun bieding geen enkele rekening hebben gehouden met de beurskoers van Ebusco in de week waarin partijen werden benaderd om een eventueel bod uit te brengen. Dat deze biedingen van € 16 in het geheel losstonden van de koers, is gelet op het voorgaande ongeloofwaardig, onwaarschijnlijk en onvoldoende onderbouwd.
116. Ten overvloede merkt de AFM nog op dat partijen bij hun overweging een eventuele bieding op de aandelen Ebusco uit te brengen, in essentie rekening hadden mogen en moeten kunnen houden met de beurskoers, ongeacht of zij dit daadwerkelijk hebben gedaan. Zij hadden er alsdan allen op moeten kunnen vertrouwen dat die koers de resultante was van een integer proces van vraag en aanbod.

⁶⁶ Zie de Uitspraak, r.o. 3.5.2.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	34 van 55

117. Dat partijen pas na 23 september 2022 een definitieve bieding uitbrachten op de aangeboden aandelen Ebusco⁶⁷, kan naar het oordeel van de AFM niets afdoen aan de vaststelling dat VDMI het verbod op marktmanipulatie heeft overtreden op de dagen voorafgaand aan de uiteindelijke verkoop. VDMI kan niet gevolgd worden in de lezing dat zij zich pas aan marktmanipulatie schuldig zou hebben gemaakt, als zij aandelen had gekocht op dezelfde dag waarop de (finale) biedingen werden gedaan (op 26 september 2022).⁶⁸ Het verkoopproces liep immers al sinds 20 september 2022, vanaf welke dag (i) partijen zich konden beraden op een eventueel bod, (ii) de verkoopintentie onmiskenbaar bestond en (iii) VDMI veelvuldig agressieve kooporders inlegde. De gestelde omstandigheid dat de koersimpact van de transacties van VDMI tegen het einde van de handelsdag op 23 september 2022 al verdwenen zou kunnen zijn – hetgeen niet kan worden vastgesteld – is voor de vaststelling van de overtreding irrelevant. Van belang is immers dát de kooporders en transacties daadwerkelijk of waarschijnlijk misleidende signalen afgaven en dat de koers daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht. Niet is vereist dat dit abnormale of kunstmatige koersniveau heeft aangehouden tot het moment waarop de onderhandse verkoop was afgerond. De AFM merkt tot slot op dat VDMI, met de stelling dat eventuele prijseffecten van de transacties van VDMI al verdwenen waren aan het einde van de handelsdag op 23 september 2022 en daarmee in het geheel geen invloed hebben gehad op de prijsvorming in de onderhandse verkoop, zich kennelijk ook bewust is van het feit dat de benaderde investeerders wel degelijk acht sloegen op de beurskoers.

118. Gelet op het voorgaande blijft de AFM na heroverweging van oordeel dat het geobjectiveerde doel van VDMI bij haar orders en transacties is geweest om de beurskoers omhoog te brengen of een (verdere) koersdaling te remmen, om zo een hogere opbrengst in het onderhands verkoopproces te verkrijgen. De hypothese die VDMI ter hoorzitting tegenover de conclusie van de AFM heeft gesteld, doet daaraan niet af en bovendien staat het handelsgedrag van VDMI haaks op die stelling: VDMI heeft de koers immers niet omlaag gebracht (waar zij kennelijk belang bij zou hebben volgens haar hypothese), maar zij heeft juist agressieve orders ingelegd die de koers van het aandeel Ebusco hebben doen stijgen. Daarnaast volgt uit de hypothese van VDMI ook dat zij zelf een verband ziet tussen het koersniveau en de mate van interesse van potentiële kopers.

⁶⁷ Op 23 september 2022 had alleen [partij] een bod gedaan voor 100.000 aandelen ‘*at high-single digit % discount*’. Andere benaderde investeerders overwogen een eventuele bieding nog.

⁶⁸ De AFM merkt op dat er op 26 september 2022 door VDMI evenwel 100 aandelen Ebusco zijn gekocht. Zie documentnummer 07.1. Tijdens de hoorzitting heeft VDMI hierover desgevraagd opgemerkt dat dit de uitvoering van een restorder van vrijdag 23 september 2022 betreft.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	35 van 55

119. De gestelde beperkte liquiditeit van het aandeel Ebusco en het gevolg daarvan op het procentuele aandeel in de handel daarvan door VDVI, kan niet afdoen aan de overtreding. Zoals de AFM hiervoor in randnummers 52 en 65 heeft toegelicht, mag de AFM deze indicator meewegen in haar beoordeling en dit heeft zij ook gedaan. De omstandigheid dat de transacties van VDVI over de drie relevante handelsdagen ten opzichte van het geplaatst kapitaal van Ebusco een laag percentage vertegenwoordigen, is irrelevant nu het geplaatst kapitaal niets zegt over de handel in het aandeel. Zoals de AFM hiervoor in randnummer 64 heeft toegelicht, mochten alle marktdeelnemers (inclusief de door [Bank] benaderde investeerders) vertrouwen op een integere koersvorming en hebben agressieve kooporders en transacties van VDVI hieraan in de weg gestaan.
120. De gestelde omstandigheid dat VDVI geen volledig begrip van en inzicht in het orderboek had en dat de AFM op basis daarvan en ten onrechte conclusies heeft verbonden aan de hoogte van de limieten die VDVI aan haar orders meegaf, kan niet worden gevolgd door de AFM. Hiermee miskent VDVI in de eerste plaats het toetsingskader dat de AFM hanteert.⁶⁹ Bovendien doet VDVI ten onrechte voorkomen alsof zij geen enkel relevant inzicht had in het orderboek of het koersverloop van het aandeel Ebusco, terwijl zij dit wel had. Euronext Amsterdam toont immers *live* de koers van, voor zover relevant, het aandeel Ebusco en toont ook in het aandeel uitgevoerde transacties (dit laatste met uiterlijk 15 minuten vertraging).
121. Tot slot volgt de AFM VDVI niet in de stelling dat de omstandigheid dat het om kleine transacties ging juist aantoonde dat VDVI de koers niet heeft bedoeld te beïnvloeden en dat VDVI – als zij de koers had willen beïnvloeden om een hogere verkoopopbrengst te verkrijgen – juist op 26 september 2022 had moeten handelen. VDVI miskent daarmee niet alleen opnieuw het toetsingskader, maar ook het feit dat zij met haar kooptransacties wel degelijk invloed heeft gehad op de koers en het door de AFM vastgestelde geobjectiveerde doel van die transacties. Dat [Bank] de STOR heeft ingediend wegens een vermoeden van handel met voorwetenschap, kan, zoals VDVI wel lijkt te suggereren, naar zijn aard geen invloed hebben op de overtreding.

Het doel van de kooptransacties van VDVI gedurende het proces van de onderhandse verkoop

122. De AFM is ook na heroverweging van oordeel dat het geobjectiveerde doel van VDVI bij de kooptransacties was om de koers van het aandeel Ebusco op te drijven (althans een (verdere) koersdaling te remmen) om zo een hogere verkoopopbrengst in de onderhandse verkoop te verkrijgen. Dit betreft, anders dan VDVI stelt, geen aanname, maar een conclusie op basis van alle feiten en omstandigheden in onderlinge samenhang bezien. Hetgeen VDVI tegen deze conclusie naar

⁶⁹ Zie randnummers 90 en 112 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	36 van 55

voren brengt, brengt geen verandering in het oordeel van de AFM. De AFM licht dit als volgt toe.

123. Zoals de AFM hiervoor in randnummers 90 en 91 heeft toegelicht, neemt de AFM geenszins het standpunt in dat iedere marktdeelnemer die niet op basis van een waardering van een financieel instrument handelt, de markt manipuleert. Reeds daarom kan VDVI niet worden gevolgd in haar stelling dat de AFM ten onrechte andere omstandigheden niet heeft meegewogen in haar besluitvorming. Ten overvloede merkt de AFM op dat zij wel degelijk heeft meegewogen of de transacties gebruikelijk en logisch zijn. Zowel in het Boetebesluit als in het Onderzoeksrapport⁷⁰ heeft de AFM het handelsgedrag van VDVI vanaf de beursgang van Ebusco tot 20 september 2022 beschreven. De AFM heeft dan ook gezien en meegewogen dat VDVI eerder kooptransacties heeft verricht in Ebusco, terwijl VDVI vanaf het moment dat zij is gaan handelen haar positie per saldo afbouwde. De AFM komt echter, anders dan VDVI, niet tot de conclusie dat de kooporders en kooptransacties op 20, 22 en 23 september 2022 gelet hierop gebruikelijk en logisch waren, of te verklaren waren vanuit portefeuillesamenstelling. Dat is geenszins het geval, gelet op de onderhandse verkoop die op dat moment al in gang was gezet.
124. VDVI kan ook niet worden gevolgd in de stelling dat beleggers niet kunnen zijn misleid, omdat VDVI echte orders inlegde die tot reële transacties leidden. Het gaat immers om het signaal dat van de transacties uitgaat. VDVI kocht de aandelen met agressieve orders aan, terwijl de verkoop al ophanden was. Het signaal dat naar de markt uitging is dat een partij haar positie in Ebusco wenste uit te breiden tegen hogere prijzen dan de thans geldende koers, terwijl dit overduidelijk niet het geval kan zijn geweest. In de meeste gevallen van marktmanipulatie, ook de door VDVI ter hoorzitting als ernstig betitelde gevallen zoals *cornering* en *layering*, is overigens sprake van reële transacties terwijl deze wel degelijk marktmisbruik opleveren. Bovendien schuilt in deze stelling van VDVI de aanname dat beleggers alleen zouden kunnen worden misleid, wanneer een partij schijnorders zou inleggen die tot schijntransacties zouden leiden of wanneer een partij haar orders intrekt voordat zij uitvoering krijgen. Dat is niet het geval en dat realiseert VDVI zich ook.
125. De door VDVI gestelde *hold*-intentie, kan het manipulatieve karakter van de kooptransacties van VDVI op 20, 22 en 23 september 2022 evenmin wegnemen. Ten eerste blijkt de gestelde *hold*-intentie niet uit het handelsgedrag van VDVI, dat laat zien dat zij haar belang juist afbouwde. Bovendien erkent VDVI zelf ook dat zij de intentie had om haar belang in Ebusco af te bouwen en haar winst geleidelijk te verzilveren.⁷¹ Gelet hierop acht de AFM de gelijktijdig met het onderhandse verkoopproces verrichte kooptransacties op geen enkele wijze legitiem. Bovendien verhoudt de beoogde verkoop

⁷⁰ Zie paragraaf 4.1 van het Boetebesluit en paragraaf 3.3.1 van het Onderzoeksrapport.

⁷¹ Zie randnummer 79 van het Aanvullend bezwaarschrift.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	37 van 55

van maximaal 1,2 miljoen aandelen – te verkopen tegen een korting zoals gebruikelijk – zich op geen manier tot de stelling van VDVI dat zij als lange termijn aandeelhouder erin geloofde op termijn een hogere verkoopprijs te krijgen. Dat VDVI in de periode na de onderhandse verkoop grote betalingsverplichtingen had en zij een deel van haar belang in Ebusco wilde verkopen om aan die verplichtingen te voldoen maakt het voorgaande niet anders. Integendeel: uit zowel de opdracht aan [Bank] als de eigen verklaring van VDVI, blijkt naar het oordeel van de AFM geen koop- of *hold*-intentie, maar juist een verkoopintentie. Het mag verder zo zijn dat [Bank] op 26 september 2022 – en niet een werkdag eerder of later – het aanbod aan VDVI voorlegde en dat de koers die dag sterk was gedaald (en VDVI dus genoeg moest nemen met een lagere prijs per aandeel en idem verkoopopbrengst), maar dit kan op geen enkele manier het manipulatieve karakter aan de kooptransacties van VDVI ontnemen. De uiteindelijke (kennelijk teleurstellende) opbrengst van het onderhands verkoopproces is immers irrelevant.

126. De AFM volgt VDVI niet in haar stelling dat, zo begrijpt de AFM, VDVI de markt niet zou of kan hebben gemanipuleerd omdat zij ten tijde van de kooptransacties op 20, 22 en 23 september 2022 nog geen verkoopbeslissing had genomen. Met deze stelling miskent VDVI het verwijt dat de AFM haar maakt en gaat zij voorbij aan hetgeen de AFM hiervoor in randnummers 55 tot en met 66 heeft opgemerkt over de overtreding van VDVI.⁷² De AFM ziet tot slot in het feit dat VDVI eerder in augustus 2022 ook kooptransacties in het aandeel Ebusco verrichte, anders dan VDVI, geen enkele aanwijzing voor de legitimiteit van de kooptransacties op 20, 22 en 23 september 2022. De AFM roept in herinnering dat de context van de eerdere kooptransacties, sterk verschilt met de kooptransacties die zijn verricht ten tijde van het onderhandse verkoopproces.⁷³

Het verband tussen PriceTicks en een abnormaal of kunstmatig koersniveau

127. Anders dan VDVI stelt, is de AFM niet slechts op basis van het feit dat de kooptransacties van VDVI veelal tot *PriceTicks* leidden tot de conclusie gekomen dat de koers van het aandeel Ebusco daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht of gehouden. In voorgaande randnummers 48 tot en met 54 heeft de AFM uiteengezet dat zij, bij de beoordeling of sprake is van marktmanipulatie, kortweg alle orders en transacties van VDVI en de kenmerken daarvan beziet in samenhang met de gehele context waarbinnen die worden ingelegd en verricht. Op grond van Bijlage I bij de MAR wordt de mate waarin orders en transacties verricht door personen met een aanzienlijke positie tot koersstijgingen leiden bovendien expliciet in aanmerking genomen bij

⁷² Volledigheidshalve merkt de AFM op dat, anders dan VDVI stelt, VDVI op 26 september 2022 wel degelijk aandelen Ebusco heeft gekocht. Zie voetnoot 67 bij randnummer 117 van dit besluit.

⁷³ Zie ook randnummer 94 van dit besluit. De eerdere kooptransacties zijn door de AFM niet onderzocht.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	38 van 55

een onderzoek naar handelsgedrag.⁷⁴ De aan de kooporders van VDVI meegegeven limieten, die steeds aanzienlijk boven de dan geldende beurskoers lagen en veelal tot een *PriceTick* leidden, heeft de AFM dus wel degelijk mogen betrekken in voornoemde beoordeling.

128. Ook volgt de AFM VDVI niet in de stelling dat pas sprake is van een kunstmatig koersniveau op het moment dat beleggers vanwege een *PriceTick* nieuwe kooporders tegen hogere limieten inleggen. Deze door VDVI geïntroduceerde eis volgt op geen enkele wijze uit de MAR, de toelichting daarbij of de wetsgeschiedenis. Ditzelfde geldt voor de door VDVI geïntroduceerde eis die zou inhouden dat de AFM moet aantonen dat de koers kunstmatig hoog is. Het feit dat de beurskoers van het aandeel Ebusco op twee van de drie dagen waarop VDVI kooptransacties verrichte per saldo daalde, kan aan het oordeel van de AFM niet afdoen nu het remmen van een koersdaling evenzeer marktmanipulatie oplevert⁷⁵ en VDVI hiermee miskent dat haar orders en transacties positieve koersimpact hadden.
129. Anders dan VDVI lijkt te stellen, is niet relevant dat andere kopers diezelfde dag, maar op een ander tijdstip, een hogere prijs voor het aandeel zouden hebben betaald. Evenmin had de AFM voor de vaststelling van de overtreding van VDVI onderzoek moeten doen naar de beweegredenen van andere kopers van het aandeel Ebusco op de bewuste handelsdagen. Ook de eis dat de AFM onderzoek had moeten doen naar de vraag of de uiteindelijke kopers in het onderhandse verkoopproces door VDVI's kooptransacties daadwerkelijk zijn misleid of dat zij de kooptransacties van VDVI als misleidend hebben ervaren, volgt niet uit de MAR en is daarom irrelevant voor de vaststelling van de overtreding van VDVI. Bovendien gaat het niet slechts om degenen die hebben besloten tot het onderhands aankopen van aandelen, maar moet iedere marktdeelnemer – waaronder degenen die hebben afgezien van het uitbrengen van een onderhands bod – erop kunnen vertrouwen dat de beurskoers op eerlijke en transparante wijze tot stand is gekomen.
130. De AFM is ook na heroverweging van oordeel dat zij voldoet aan de op haar rustende bewijslast. Ten aanzien van dit onderdeel leidt heroverweging niet tot een ander oordeel.

C. De norm is onvoldoende duidelijk, bepaald of kenbaar

131. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 132 tot en met 134 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van VDVI en niet dat van de AFM.

⁷⁴ Zie Bijlage I, deel A, onder b, MAR.

⁷⁵ Zie randnummer 59 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	39 van 55

132. De AFM past het marktmanipulatiebegrip in strijd met het lex certa-beginsel en het lex stricta-beginsel op een onvoorzienbare wijze toe, door een nieuwe vorm van marktmisbruik te introduceren die niet volgt uit de voorbeeldgedragingen van marktmanipulatie op grond van de MAR. Ook is deze vorm van marktmanipulatie onverenigbaar met de doelstellingen van de MAR en onlogisch gelet op de beleggingspraktijk. De AFM heeft niet eerder publiekelijk invulling gegeven aan de open norm op de manier waarop zij dat heeft gedaan in het Boetebesluit. Zelfs al zou de AFM dat wel hebben gedaan, dan staat het lex certa-beginsel aan die uitleg in de weg, omdat legitieme gedragingen niet onder het verbod mogen worden gebracht.

133. Ook is de uitleg van de AFM niet eerder voorgelegd aan een bodemrechter. Het Hof van Justitie van de Europese Unie heeft zich evenmin uitgelaten over de precieze uitleg van het marktmanipulatieverbod en dus ook niet over een vergelijkbaar feitencomplex. Daarnaast leert grensoverschrijdend jurisprudentieonderzoek dat een vergelijkbare zaak niet eerder aan een rechter is voorgelegd. Nationale gerechten van de lidstaten hebben niet geoordeeld dat gedragingen als die van VDVI als marktmanipulatie kwalificeren.

134. Op grond van het voorgaande is de invulling die de AFM in deze zaak aan marktmanipulatie geeft onvoldoende duidelijk, bepaald en kenbaar om VDVI daarvoor te beboeten. VDVI had niet kunnen verwachten dat de AFM haar handelsgedrag als marktmanipulatie zou kwalificeren. Het Boetebesluit is in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel genomen en kan geen standhouden.

Reactie AFM

135. De AFM is van oordeel dat artikel 12 en artikel 15 MAR voldoende duidelijk, bepaald en kenbaar waren en dat het voor VDVI voorzienbaar was dat haar handelsgedrag op 20, 22 en 23 september 2022 een overtreding daarvan zou opleveren. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is naar het oordeel van de AFM daarom geen sprake. De AFM licht dit als volgt toe.

136. Uit vaste rechtspraak volgt dat het lex certa-beginsel met het oog op de rechtszekerheid vereist dat de invulling van een wettelijke bepaling voldoende duidelijk, bepaald en kenbaar dient te zijn.⁷⁶ Ook dient voorzienbaar te zijn onder welke omstandigheden in strijd met een bepaling wordt gehandeld. De wetgever kan goede redenen hebben om zich van algemene termen te bedienen. De vraag of een

⁷⁶ Zie CbB 26 oktober 2021, ECLI:NL:CBB:2021:961, r.o. 5.3 - 5.4; en CbB 23 maart 2021, ECLI:NL:CBB:2021:324, r.o. 5.4 en de in die beide uitspraken aangehaalde arresten van het Europees Hof voor de Rechten van de Mens van 11 november 1996, ECLI:CE:ECHR:1996:1115JUD001786291 (*Cantoni/Frankrijk*), overweging 29; en 20 januari 2009, ECLI:CE:ECHR:2009:0120JUD007590901 (*Sud Fondi SRL e.a./Italië*), overwegingen 105, 108 en 109.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	40 van 55

wettelijk voorschrift respectievelijk de beboeting op grond van dat voorschrift voldoet aan het lex certa-beginsel, moet mede worden gezien in het licht van wat de bedoeling van de wetgever met dat wettelijk voorschrift is geweest.⁷⁷ Het lex stricta-beginsel verbiedt het zodanig wijzigen of oprekken van de betekenis van delictsbestanddelen dat daaronder niet strafbaar gestelde gedragingen worden geschoven.⁷⁸

137. Met de artikelen 12 en 15 MAR heeft de Europese wetgever bewust gekozen voor een ruime verbodsbepaling, waarbij in ieder geval sprake is van marktmanipulatie wanneer orders en transacties daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument of wanneer zij de koers van een financieel instrument daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen. De overwegingen bij de MAR benadrukken dat de Europese wetgever heeft bedoeld een regelgevend kader te scheppen dat bevoegde autoriteiten ruime mogelijkheden biedt om marktintegriteit te beschermen en op te treden tegen marktmanipulatie.⁷⁹

138. VDVI kan niet worden gevolgd in de stelling dat de AFM in strijd met het lex certa-beginsel een nieuwe vorm van marktmisbruik introduceert. De AFM heeft het handelsgedrag van VDVI simpelweg getoetst aan het thans geldende wettelijk kader. Zoals de AFM hiervoor in randnummers 55 tot en met 66 heeft beschreven, gingen van de orders en transacties van VDVI daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen uit met betrekking tot de vraag naar en de koers van het aandeel Ebusco en is de koers van dat aandeel daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau gebracht door die orders en transacties. Hiermee heeft VDVI zich schuldig gemaakt aan marktmanipulatie in de zin van artikel 12, eerste lid, onderdeel a, MAR. Van het wijzigen of oprekken van de betekenis van de bestanddelen – en daarmee strijd met het lex stricta-beginsel – is geen sprake.

139. De tekst van artikel 12 MAR, gelezen in samenhang met de overwegingen daarbij en de indicatoren van manipulatieve handelingen zoals opgenomen in Bijlage I bij de MAR, laat naar het oordeel van de AFM geen twijfel over bestaan dat het VDVI duidelijk en kenbaar moest zijn dat haar handelsgedrag

⁷⁷ Zie CBb 26 oktober 2021, ECLI:NL:CBB:2021:961, r.o. 5.5; en CBb 23 maart 2021, ECLI:NL:CBB:2021:324, r.o. 5.4.

⁷⁸ Conclusie A-G Hofstee bij HR 31 januari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BW9251.

⁷⁹ Zie overweging 4 bij de MAR: *“Er is behoefte aan een meer uniform en sterker kader om marktintegriteit te beschermen, mogelijke reguleringsarbitrage te vermijden en aansprakelijkheid bij pogingen tot marktmanipulatie zeker te stellen, alsook om meer rechtszekerheid te bieden aan en de regelgeving minder complex te maken voor marktdeelnemers”* en overweging 29, waarin wordt overwogen dat bepaalde legitieme gedragingen expliciet moeten worden erkend om te voorkomen dat zij onbedoeld worden verboden.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	41 van 55

marktmisbruik op zou leveren. Door alsnog zodanig te handelen, was het voor VDVI voorzienbaar dat zij het verbod op marktmanipulatie zou overtreden.⁸⁰

140. Dat de AFM in haar publieke uitlatingen over marktmisbruik niet exact de wijze waarop VDVI de norm heeft overtreden als voorbeeld heeft benoemd, kan aan het voorgaande naar het oordeel van de AFM niets afdoen. Bovendien, ook als een wettelijke verplichting ruim is geformuleerd en er ruimte zou zijn voor interpretatie, dragen marktpartijen op basis van vaste rechtspraak een eigen verantwoordelijkheid om zich aan de wet te houden. Dit geldt ook als de toezichthouder nog niet eerder een standpunt heeft ingenomen over de kwalificatie van een specifieke gedraging.⁸¹ Het lag op de weg van VDVI – als grootaandeelhouder in een uitgevende instelling, die tevens actief is op de beurs – om zich op de hoogte te stellen van de geldende wet- en regelgeving en daarnaar te handelen.
141. Dat de bodemrechter of Europese rechter zich niet eerder over eenzelfde feitencomplex heeft uitgelaten, doet aan het voorgaande evenmin af. De wet biedt hiervoor geen aanknopingspunten en VDVI onderbouwt haar standpunt ook niet. Ten overvloed merkt de AFM op dat, indien VDVI gevolgd zou worden in dit standpunt, de nationale gerechten geen enkele autonomie meer zou toekomen als het gaat om de invulling die de nationale bevoegde autoriteiten geven aan Europese normen. Dit zou haaks staan op de bedoeling van de Europese wetgever bij de MAR.
142. Van strijd met het rechtszekerheidsbeginsel is naar het oordeel van de AFM gelet op het voorgaande geen sprake. Ten aanzien van dit onderdeel leidt heroverweging dan ook niet tot een ander oordeel.

D. De boete is te hoog

143. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 144 tot en met 149 betreft een (verkorte) weergave van het (subsidiare) standpunt van VDVI en niet dat van de AFM.
144. De AFM heeft ten onrechte het boetebedrag niet verder verminderd. De AFM past het Boetetoemeteringsbeleid AFM onjuist of onterecht toe, waar het gaat om de ernst en duur van de overtreding (stap 1), de mate van verwijtbaarheid (stap 2), de omvang van de onderneming (stap 4) en de algemene evenredigheid (stap 5). Alle indicatoren die de AFM in haar boetetoemeteringsbeleid heeft ontwikkeld, geven aanleiding tot verlaging.

⁸⁰ Zie ook rechtsoverweging 4.1 van de Uitspraak.

⁸¹ Zie CBB 25 juni 2013, ECLI:NL:CBB:2013:4, r.o. 2.3.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	42 van 55

Ernst van de overtreding (stap 1)

145. De ernst is niet gegeven, omdat de wetgever heeft bepaald dat een MAR overtreding ernstig is. Er dient onderscheid te worden gemaakt naar ernstige overtredingen van de MAR, waarbij stelselmatig en bewust op grote schaal beleggers zijn misleid en niet ernstige overtredingen van de MAR, waarbij de overtreding per ongeluk is begaan en incidenteel was. Voorbeelden van ernstige en zeer ernstige vormen van marktmanipulatie zijn bijvoorbeeld *cornering*, het beïnvloeden van de koers van een aandeel dat in een index is opgenomen, manipulatie om een meldingsplicht te omzeilen of het manipuleren van een index. Het gedrag van VDVI komt hierbij niet in de buurt.
146. Van benadeling van derden, waaronder cliënten, de markt in algemene zin, of de onderhandse kopers in het bijzonder, is geen sprake. Geen enkele belegger heeft zich bij VDVI gemeld met een klacht of claim naar aanleiding van de vermeende manipulatie. Als VDVI de markt had willen manipuleren, dan is ze daarin niet geslaagd omdat de kooptransacties geen invloed hebben gehad op de koersontwikkeling of het marktbeeld. Daarnaast heeft VDVI geen financieel voordeel verkregen door de overtreding. VDVI had zonder haar kooptransacties niet meer geld ontvangen bij de onderhandse verkoop en de op 20, 22 en 23 september 2022 verrichte kooptransacties zijn verlieslatend geweest. Bovendien is maatschappelijke impact van de overtreding afwezig, bij uitblijven van gevolgen voor de financiële stabiliteit of schade aan het vertrouwen in de markt. Ook is het financiële belang van VDVI bij de vermeende overtreding beperkt, mede gezien de beperkte omvang van de transacties en de timing daarvan. Als VDVI de markt had willen manipuleren had zij grotere orders in moeten leggen en moeten handelen op het moment waarop de beurskoers mogelijk wel relevant was voor de prijsvorming van de onderhandse verkoop, namelijk op 26 september 2022. Er waren verder weinig personen betrokken bij de overtreding en deze had geen structureel karakter. De mate waarin de norm zou zijn geschonden is beperkt, omdat VDVI dit alsdan onbedoeld en kortstondig zou hebben gedaan en het handelsgedrag van VDVI niet overeenkomt met een indicator van marktmanipulatie uit de MAR (of de uitwerking daarvan). De stabiliteit en/of integriteit van VDVI is daarnaast niet in het in het gedrang gekomen. De mate van marktverstoring en de gevolgen voor het financiële stelsel als gevolg van de overtreding geven aanleiding een verminderde ernst vast te stellen. De AFM had hierin aanleiding moeten zien om bij stap 1 binnen het Boetetoemettingsbeleid AFM tot een verlaging van 50% van het basisbedrag over te gaan.

Verwijtbaarheid (stap 2)

147. Wegens de beperkte verwijtbaarheid (stap 2) van VDVI had de AFM een verdere verlaging van 50% moeten toepassen. VDVI (i) heeft niet eerder een vergelijkbare overtreding begaan, (ii) heeft geen indicator van marktmanipulatie uit de MAR vervuld, (iii) handelt normaal niet op de beurs waardoor haar handelen geen vaste werkwijze betrof, (iv) heeft geen bedrijfscultuur die bijdraagt aan de vermeende overtreding en (v) heeft niet met opzet gehandeld.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	43 van 55

Omvang van de onderneming (stap 4)

148. De AFM heeft ten onrechte de omvangtabel (stap 4) binnen haar boetetoemettingsbeleid toegepast en VDVI in de hoogste omvangcategorie geplaatst, slechts in verband met haar balanstotaal. Het vermogen is ingelegd door aandeelhouders, die als beleggers moeten worden gezien. De AFM had deze omstandigheid moeten betrekken in de vaststelling van de omvang van de onderneming. Door dit niet te doen en ook niet te betrekken in de algemene evenredigheidstoets (stap 5 hierna), benadeelt de AFM de aandeelhouders van VDVI in onevenredige mate en handelt zij in strijd met artikel 4:84 Awb. In het boetetoemettingsbeleid 2015 maakte de AFM onderscheid naar type onderneming. Beheerders van beleggingsinstellingen vielen pas in de hoogste categorie als hun eigen vermogen groter was dan € 50 miljoen. Dat principe zou hier ook toegepast moeten worden.

Algemene evenredigheid (stap 5)

149. Het boetebedrag van € 3 miljoen is niet passend, gelet op de omstandigheden van de overtreding. De aan VDVI opgelegde boete is veel hoger dan het gemiddelde van door andere Europese toezichthouders opgelegde boetes wegens overtreding van het verbod op marktmanipulatie. In 2021 zijn er binnen de Europese Unie 118 bestuursrechtelijke sancties opgelegd voor marktmanipulatie waarbij het totale boetebedrag uitkwam op € 41 miljoen. Het gemiddelde is hiermee slechts € 350.000. Dit omvat een zestal door de Franse toezichthouder opgelegde hoge boetes waarbij de overtreding geenszins vergelijkbaar is met de verweten gedragingen van VDVI. Zonder die boetes bedraagt het gemiddelde slechts € 36.220, waarmee de aan VDVI opgelegde boete maar liefst 82 keer zo hoog is als dit relevante gemiddelde. Ook in 2023 heeft de AFM boetes opgelegd die hoger liggen dan het gemiddelde.

Reactie AFM

150. De AFM is na heroverweging van oordeel zij het Boetetoemettingsbeleid AFM juist heeft toegepast en een boete van € 3 miljoen in dit geval passend en geboden is. Van onevenredigheid van de boetehoogte is geen sprake. Zij licht dit als volgt toe.
151. Voordat de AFM ingaat op de door VDVI tegen de boetehoogte aangevoerde bezwaren, wijst zij erop dat zowel in het Boetebesluit als in randnummers 72 tot en met 84 van dit besluit het Boetetoemettingsbeleid AFM gemotiveerd is toegepast. Van nalaten om alle omstandigheden die volgen uit de stappen van dit beleid te betrekken in het bepalen van de boetehoogte, is geen sprake.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	44 van 55

Ernst van de overtreding (stap 1)

152. Anders dan VDVI meent, heeft de AFM in zowel het Boetebesluit⁸² als in randnummers 75 tot en met 77 van dit besluit gemotiveerd toegelicht dat de overtreding van VDVI ernstig is. De AFM kan VDVI niet volgen in de stelling dat de overtreding van VDVI minder ernstig zou zijn, omdat er andere, ernstigere vormen van marktmanipulatie denkbaar zouden zijn. De AFM roept in herinnering dat VDVI gedurende een verkoopproces voor een omvangrijk belang, welk proces naar zijn aard maar enkele dagen duurde, bewust orders inlegde om een hogere koers van het aandeel Ebusco te bewerkstelligen, om zo een hogere verkoopopbrengst te verkrijgen in dat onderhands verkoopproces. Door te stellen dat andere vormen van marktmisbruik inherent ernstiger zijn, miskent VDVI het feit dat iedere overtreding binnen de eigen context plaatsvindt en die context telkens zal worden getoetst aan het Boetetoemetingsbeleid AFM. Daargelaten dat VDVI met haar stellingname lijkt te impliceren dat de door haar genoemde vormen van marktmanipulatie zonder meer ernstig zijn (waar kennelijk geen ruimte is voor verminderde ernst), is de vergelijking met deze voorbeelden irrelevant. Tot slot merkt de AFM op dat het soort marktmanipulatie op zichzelf geen omstandigheid is die een rol speelt in de boetetoemeting. De omstandigheden die wel een rol spelen zijn door de AFM meegewogen en leiden niet tot de conclusie dat sprake is van verminderde ernst.
153. Anders dan VDVI, is de AFM van oordeel dat van benadeling van derden wel degelijk sprake is, zoals de AFM zowel in het Boetebesluit⁸³ als in randnummer 75 van dit besluit heeft toegelicht. Dat, zoals VDVI stelt, geen enkele belegger zich bij VDVI heeft gemeld doet hieraan niet af en bovendien zouden zij zich alsnog kunnen melden. De AFM kan VDVI ook niet volgen in de stelling dat VDVI, als zij de markt had willen manipuleren, daarin niet geslaagd zou zijn omdat de kooptransacties geen invloed hebben gehad op de koersontwikkeling of het marktbeeld en bovendien veel grotere orders in had moeten leggen op het moment waarop de beurskoers volgens VDVI mogelijk wel relevant zou zijn voor de prijsvorming van de onderhandse verkoop (namelijk op 26 september 2022). Zoals de AFM eerder heeft toegelicht,⁸⁴ hebben de kooptransacties van VDVI wel degelijk invloed gehad op de koersontwikkeling. Dat zij met grotere orders wellicht nog meer koersimpact zou hebben gehad kan juist zijn, maar doet niets af aan de door haar begane overtreding. Bovendien lijkt VDVI met haar stellingname te erkennen dat de beurskoers van het aandeel Ebusco wel degelijk een rol speelde bij de prijsbepaling van de (biedingen in de) onderhandse verkoop.

⁸² Zie paragraaf 6.3 en paragraaf 7.2.2 van het Boetebesluit.

⁸³ Zie paragraaf 6.3 van het Boetebesluit.

⁸⁴ Zie randnummer 43 van dit besluit en Bijlagen 1 tot en met 3 bij het Onderzoeksrapport.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	45 van 55

154. De AFM heeft eerder toegelicht⁸⁵ dat de normschending binnen de context van de overtreding (drie van de vijf handelsdagen waarop het onderhands verkoopproces liep) aanzienlijk is. Van een onbedoelde of kortstondige en daarmee beperkte normschending is naar het oordeel van de AFM dan ook geen sprake. Verder sluit het handelsgedrag van VDVI aan bij twee indicatoren van marktmanipulatie uit de MAR, zoals de AFM in randnummer 65 heeft toegelicht. Ten overvloede merkt de AFM op dat het niet overeenkomen met een indicator van marktmanipulatie (of uitwerking daarvan in een handelspraktijk) op zichzelf niets zegt en ook niets kan zeggen over de mate waarin de norm is geschonden. De overige door VDVI aangevoerde punten die volgens haar aanleiding zouden geven tot een verminderde ernst, kunnen gelet op het voorgaande en hetgeen de AFM in randnummers 75 tot en met 77 heeft opgemerkt, niet worden gevolgd.

Verwijtbaarheid (stap 2)

155. In hetgeen VDVI naar voren brengt in het kader van de verwijtbaarheid, ziet de AFM evenmin reden om tot een verlaging van het boetebedrag over te gaan. De AFM verwijst hiertoe naar randnummers 78 tot en met 80 van dit besluit. Daaraan voegt de AFM toe dat VDVI welbewust heeft gehandeld, aangezien zij naarmate het onderhandse verkoopproces vorderde steeds intensiever aandelen Ebusco is gaan kopen.⁸⁶ Zij handelde eerder op Euronext Amsterdam, maar bouwde daarmee haar belang in VDVI per saldo af. Anders dan VDVI stelt, komt haar handelsgedrag bovendien overeen met twee indicatoren van marktmanipulatie.⁸⁷ Voor zover VDVI stelt dat zij de overtreding niet eerder heeft begaan en haar bedrijfscultuur niet aan de overtreding bijdroeg, geldt dat de AFM deze omstandigheden in overweging heeft genomen en deze eraan bijdragen dat niet tot een verhoging van het basisbedrag wordt overgegaan, maar ook niet tot een verlaging kunnen leiden gelet op het voorgaande.

Omvang van de onderneming (stap 4)

156. De AFM volgt VDVI niet in haar standpunt dat de AFM VDVI ten onrechte in de hoogste omvangcategorie heeft geplaatst, in verband met het balanstotaal van VDVI. De algemene stelling dat aandeelhouders van VDVI als beleggers moeten worden gezien – en VDVI daarom meer weg zou hebben van een investeringsvehikel – kan naar het oordeel van de AFM geen verandering brengen in de toepassing van de omvangtabel van het Boetetoemettingsbeleid AFM. Een aandeelhouder zal immers in de regel de door hem gehouden aandelen in ieder geval deels als een belegging houden. Waarom dit voor VDVI een bijzondere omstandigheid oplevert die bovendien tot een onevenredig

⁸⁵ Zie randnummer 75 van dit besluit.

⁸⁶ Zie randnummer 76 van dit besluit.

⁸⁷ Zie randnummers 52 en 65 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	46 van 55

resultaat zou leiden, maakt VDVI niet inzichtelijk.

157. De verwijzing die VDVI in dat verband maakt naar het boetetoematingsbeleid van de AFM⁸⁸ zoals dat gold voor het Boetetoematingsbeleid AFM, kan VDVI ook niet baten. In dat boetetoematingsbeleid werd onderscheid gemaakt tussen verschillende soorten financiële ondernemingen. De AFM merkt op dat VDVI – niet zijnde zo’n financiële onderneming – op basis van haar eigen vermogen evengoed in de hoogste omvangcategorie van 100% lijkt te vallen op basis van haar balanstotaal eind 2023.⁸⁹ Deze omstandigheid kan naar het oordeel van de AFM dus geen bijzondere omstandigheid vormen die maakt dat sprake is van onevenredigheid tussen de gevolgen van toepassing van het Boetetoematingsbeleid AFM (te weten de boetehoogte na stap 4) en de met die beleidsregel te dienen doelen (te weten uniforme en consistente toepassing van boetetoemeting). Evenmin geeft het voorgaande aanleiding om deze omstandigheid mee te nemen in de passendheidstoets (stap 5 hierna), gelet op de aanzienlijke verlaging van 60% die de AFM in die stap reeds toepast.

Algemene evenredigheid (stap 5)

158. Zoals de AFM in randnummers 83 en 84 van dit besluit heeft toegelicht, acht zij een boete van € 3 miljoen passend en geboden. In verband met de algemene evenredigheid heeft de AFM het basisbedrag van € 7,5 miljoen aldus reeds met 60% verlaagd. Hetgeen VDVI in dit kader naar voren brengt, geeft naar het oordeel van de AFM geen aanleiding tot een nog verdere verlaging. De AFM licht dit als volgt toe.

159. De kern van het bezwaar van VDVI op dit punt ziet op een vergelijking van door andere Europese toezichthouders opgelegde boetes wegens overtredingen van de MAR en de aan VDVI opgelegde boete. Voor zover VDVI hiermee een beroep doet op het gelijkheidsbeginsel, merkt de AFM op dat van rechtens gelijke gevallen geen sprake is en VDVI dit ook onderkent.⁹⁰ De AFM stelt voorop dat de sancties waarnaar VDVI verwijst, zijn opgelegd door andere bestuursorganen op basis van een ander boetetoematingsbeleid dan dat van de AFM. De AFM is niet gehouden hiermee rekening te houden bij de vaststelling van de boetehoogte op grond van de Wft in samenhang met het Bbbfs en haar eigen Boetetoematingsbeleid AFM. De Europese wetgever heeft zich beperkt tot het voorschrijven van een maximaal boetebedrag van ten minste € 15 miljoen voor overtreding van het verbod op marktmanipulatie – waar de aan VDVI opgelegde boete overigens niet bij in de buurt komt. Hieruit

⁸⁸ [Het boetetoematingsbeleid AFM 2015](#).

⁸⁹ Volgens het boetetoematingsbeleid AFM 2015 valt een beheerder van een beleggingsonderneming in de ‘100%-categorie’ bij een eigen vermogen van meer dan € 50 miljoen. De gedeponeerde jaarrekening over 2023 van VDVI laat op 31 december 2023 een eigen vermogen van ruim € 84 miljoen zien.

⁹⁰ Zie randnummer 101 van het Aanvullend bezwaarschrift.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	47 van 55

volgt dat het mogelijk is dat zich verschillen in boetebedragen tussen lidstaten voordoen voor overtreding van dezelfde verbodsbepaling en dat de toezichthouders van die lidstaten een andere invulling kunnen geven aan de manier waarop zij de boetehoogte vaststellen. Reeds hierom kan een vergelijking met door andere Europese toezichthouders opgelegde boetes VDVI niet baten.

160. Ten overvloede merkt de AFM op dat de gemiddelde boetehoogte van alle door Europese toezichthouders opgelegde bestuurlijke sancties in het jaar 2021 wegens overtreding van artikel 15 MAR ten onrechte suggereert dat er zoiets is als een gemiddelde overtreding van de MAR. Dat is onjuist. Iedere overtreding van artikel 15 MAR kent zijn eigen feitencomplex, waardoor geen geval hetzelfde (of ‘gemiddeld’) zal zijn. Een gemiddelde boetehoogte zegt naar het oordeel van de AFM dus weinig tot niets over de algemene evenredigheid van de aan VDVI opgelegde boete. Bovendien probeert VDVI – als een gemiddelde al van enige betekenis zou zijn – een viertal⁹¹ door de Franse toezichthouder opgelegde boetes buiten beschouwing te laten, omdat de in die zaken vastgestelde overtredingen ernstiger en niet vergelijkbaar zouden zijn met de overtreding van VDVI. Hiermee miskent VDVI, naast hetgeen de AFM hiervoor in randnummer 159 heeft opgemerkt, dat de AFM de overtreding van VDVI wel degelijk ernstig acht. De AFM merkt ten overvloede op dat VDVI slechts zeer selectief een analyse en vergelijking maakt, namelijk alleen voor wat betreft deze hogere boetes. De overige in 2021 opgelegde sancties laat zij achterwege. Evenmin kan de omstandigheid dat de AFM in 2023 hogere boetes heeft opgelegd wegens overtredingen van de MAR dan een niet nader door VDVI gespecificeerd gemiddelde, verandering in de boetetoemeting opleveren. Daarvoor ziet de AFM, gelet op hetgeen zij hiervoor heeft toegelicht, geen aanleiding.
161. Ten aanzien van dit onderdeel leidt heroverweging dus niet tot een ander oordeel. Ook na heroverweging acht de AFM een boete van € 3 miljoen passend en geboden.

E. Volledige openbaarmaking is onevenredig

162. Hetgeen hieronder is weergegeven onder randnummers 163 tot en met 167 betreft een (verkorte) weergave van het standpunt van VDVI en niet dat van de AFM.
163. Een recente uitspraak van het CBb van 25 februari 2025, over (voor zover relevant) het toetsingskader van artikel 1:98, eerste lid, onderdeel b, Wft zou moeten leiden tot een herbeoordeling van de openbaarmaking van het Boetebesluit, omdat sindsdien een ander

⁹¹ Hoewel VDVI in haar Aanvullend bezwaarschrift (randnummer 101) spreekt over zes boetes, geeft het rapport van ESMA waarnaar VDVI verwijst vier boetes van de Franse toezichthouder weer.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	48 van 55

afwegingskader geldt.⁹² Een volledige belangenafweging op grond van artikel 1:98, eerste lid, onderdeel b, Wft had de AFM moeten doen concluderen dat openbaarmaking betrokken partijen in onevenredige mate schade zou berokkenen, waardoor geanonimiseerde openbaarmaking op zijn plaats was. Openbaarmaking van het Boetebesluit berokkent VDVI en Ebusco en haar stakeholders in onevenredige mate schade. Doordat kredietverstrekkers eerder toegezegde financiering intrekken en anderen hun toekomstige relatie met VDVI heroverwegen, ondervindt VDVI grote nadelige gevolgen van openbaarmaking. Ook Ebusco en haar stakeholders lijden mogelijk ernstige schade, gelet op de gevolgen van openbaarmaking voor het vertrouwen tussen de aandeelhouders van Ebusco en het effect daarvan op het slagen van een reddingsplan ten aanzien van Ebusco.

164. De AFM heeft ten onrechte verzuimd inzichtelijk te maken waarom het belang van onmiddellijke openbaarmaking zwaarder weegt dan de belangen van betrokkenen bij het Boetebesluit. Zij had de belangen van Ebusco en haar stakeholders kenbaar moeten maken in haar belangenafweging.
165. De AFM heeft nagelaten te onderzoeken hoe het belang van de generale of specifieke preventieve werking van openbaarmaking in dit concrete geval wordt gediend. De AFM verwijst slechts naar de algemene doelstellingen van openbaarmaking, terwijl deze doelen niet of beperkt worden gediend met onmiddellijke openbaarmaking. Uit het tijdsverloop bij de behandeling van dit dossier blijkt bovendien dat de AFM snelle waarschuwing van de markt niet vooropstelt. Onmiddellijke openbaarmaking schaadt de markt juist, nu de AFM een onjuiste uitleg van wet- en regelgeving heeft gepubliceerd. De doelen van de wetgever bij het verplicht openbaar maken van sanctiebesluiten waren bovendien bij een neutrale, geanonimiseerde openbaarmaking ook behaald.
166. Door over te gaan tot onmiddellijke niet-geanonimiseerde openbaarmaking van het Boetebesluit, heeft de AFM het eigendomsrecht van VDVI in de zin van artikel 1 EP EVRM geschonden. VDVI moet mogelijk vastgoedinvesteringen voortijdig verkopen, waarbij de executiewaarde lager zal liggen dan de inkomsten die VDVI redelijkerwijs kon verwachten. Deze inbreuk kan niet worden gerechtvaardigd, omdat deze niet evenredig of proportioneel is.
167. Bovendien gaat de AFM met de openbaarmaking van het integrale Boetebesluit en het gekleurde persbericht verder dan waartoe de MAR en de Wft verplichten. De AFM had in alle onderdelen van de openbaarmaking duidelijk moeten maken dat het besluit nog niet in rechte vaststaat. Dit op grond van de onschuldpresumptie zoals vastgelegd in artikel 48 EU-Handvest,⁹³ artikel 6, tweede lid,

⁹² CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102.

⁹³ Handvest van de grondrechten van de Europese Unie (**Handvest**).

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	49 van 55

EVRM⁹⁴ en artikel 14 IVBPR.⁹⁵ De AFM heeft nagelaten de onschuldpresumptie mee te wegen in haar belangenafweging bij het Publicatiebesluit. Een voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter kan niet gelijk worden gesteld met een rechterlijk oordeel waarmee schuld onherroepelijk vaststaat.

Reactie AFM

168. Voordat de AFM reageert op bezwaargrond E, licht de AFM het wettelijk kader van openbaarmaking van sanctiebesluiten op grond van de Wft toe.

Kader openbaarmaking sanctiebesluiten Wft

169. De AFM is op grond van artikel 1:97, eerste lid, Wft *verplicht* een besluit tot het opleggen van een bestuurlijke boete wegens overtreding van een voorschrift dat is gerangschikt in de derde categorie zo spoedig mogelijk openbaar te maken.⁹⁶ Dit geldt ook voor de indiening van een bezwaar of het instellen van (hoger) beroep, de beslissing op bezwaar en de uitkomst van dat (hoger) beroep.⁹⁷

170. De wetgever heeft het openbaar maken van bestuurlijke sancties verplicht, gezien de volgende met openbaarmaking gediende doelen. Het gaat hierbij om het doel: (1) het publiek zo ruim mogelijk kennis te kunnen laten nemen van het optreden van de toezichthouders en de gronden daarvoor; (2) andere instellingen die onder toezicht staan te laten weten welke gedragingen kunnen leiden tot handhaving en inzicht te laten krijgen in de invulling die de toezichthouder aan bepaalde normen geeft; (3) personen, die door de inbreuk schade hebben geleden, eventueel hun rechten jegens de overtreder geldend te kunnen laten maken; en (4) een ontmoedigend effect te hebben op andere personen en ondernemingen onder toezicht om overtredingen te begaan. Deze belangen wegen over het algemeen op tegen het belang van de overtreder dat zijn overtreding niet bekend wordt. De wetgever heeft overwogen dat het belang van de overtreder in het algemeen niet beschermenswaardig zal zijn.⁹⁸

171. In bepaalde uitzonderingsgevallen moet de openbaarmaking worden uitgesteld of anoniem plaatsvinden.⁹⁹ Dit is het geval voor zover: (a) de openbaar te maken gegevens herleidbaar zijn tot

⁹⁴ Europees Verdrag tot bescherming van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden (**EVRM**).

⁹⁵ Internationaal Verdrag inzake burgerrechten en politieke rechten (**IVBPR**).

⁹⁶ Op grond van artikel 1:97, derde lid, onderdeel a, Wft.

⁹⁷ Zie artikel 1:97, vijfde lid, Wft.

⁹⁸ *Kamerstukken II* 2015/16, 34 455, nr. 3, p. 11-12 en *Kamerstukken II* 2005/06 29 708, nr. 19, p. 301-303 en 420-421, nr. 20, p. 30 en nr. 39, p. 8-10.

⁹⁹ Zie artikel 1:98, eerste lid, Wft.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	50 van 55

een natuurlijk persoon en bekendmaking van zijn persoonsgegevens onevenredig zou zijn; (b) betrokken partijen in onevenredige mate schade zou worden berokkend; (c) een lopend strafrechtelijk onderzoek of een lopend onderzoek door de toezichthouder naar mogelijke overtredingen zou worden ondermijnd; of (d) de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar zou worden gebracht. Als ook uitgestelde of anonieme openbaarmaking de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar zou brengen, blijft openbaarmaking achterwege.¹⁰⁰ Om te kunnen spreken van onevenredigheid of onevenredige mate van schade, dient het te gaan om een individuele, bijzondere situatie, waarbij de door de overtreder als gevolg van de openbaarmaking te verwachten schade en/of gevolgen zodanig uitzonderlijk zijn dat het belang van bescherming van de markt daarvoor moet wijken.¹⁰¹

172. Op 25 februari 2025 heeft het CBb het afwegingskader ten aanzien van een ‘onevenredige mate van schade’ als bedoeld onder (b) hierboven genuanceerd.¹⁰² Het CBb overweegt dat ter beantwoording van de vraag of voldaan is aan het vereiste van een onevenredige mate van schade door een openbaarmaking, de toezichthouder een afweging moet maken waarbij het maatschappelijk belang van een volledige (niet-geanonimiseerde) openbaarmaking wordt afgezet tegen de mate van schade die deze openbaarmaking voor de betrokkene met zich brengt. Die beoordeling moet plaatsvinden tegen de achtergrond van de vier doelen die volgens de wetgever met de openbaarmaking worden nagestreefd (zie randnummer 170 hiervoor). Dit betekent dat de toezichthouder de belangen die met het nastreven van deze vier doelen worden gediend, moet betrekken in zijn beoordeling van de evenwichtigheid tussen enerzijds de mate van schade die een niet-geanonimiseerde openbaarmaking voor de betrokkene met zich brengt en anderzijds het belang dat in het concrete geval met volledige openbaarmaking wordt gediend. De toezichthouder moet zich daarbij een goed beeld vormen van de gevolgen van de openbaarmaking voor de betrokken partijen. Hierbij geldt, gelet op het uitzonderingskarakter van de geanonimiseerde openbaarmaking, dat het aan de betrokken partijen is om de verwachte schade en relevante individuele omstandigheden te stellen en om aannemelijk te maken op grond waarvan zou moeten worden geoordeeld dat de mate van schade die zij (verwachten te) ondervinden buiten proportie is.¹⁰³

173. Ten aanzien van dit laatste punt heeft het CBb ook overwogen dat de wetgever geanonimiseerde openbaarmaking in beginsel niet voldoende heeft geacht om de werkzaamheid van de

¹⁰⁰ Zie artikel 1:98, tweede lid, onder c, Wft.

¹⁰¹ Zie CBb 6 april 2021, ECLI:NL:CBB:2021:366, r.o. 18.3.2; en CBb 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBB:2017:327, r.o. 12.3.

¹⁰² CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102. Ten tijde van de openbaarmaking van het Boetebesluit op 20 december 2024, was de hiervoor bedoelde uitspraak van het CBb nog niet gedaan.

¹⁰³ CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102, r.o. 6.11.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	51 van 55

openbaarmaking met het oog op daarmee nagestreefde doelen en te dienen belangen te verzekeren; de volledige openbaarmaking is hiervoor in het algemeen een geschikte, noodzakelijke en evenwichtige maatregel. De wetgever is ervan uitgegaan dat het belang van de overtreder dat zijn overtreding niet bekend wordt gemaakt in het algemeen niet beschermenswaardig zal zijn, maar sluit niet uit dat in verhouding tot een of meer van de daar genoemde doelen van een onevenredige mate van schade sprake kan zijn. Of die uitkomst van de afweging gerechtvaardigd is, hangt af van de relevante feiten en omstandigheden van het concrete geval, aldus het CBb.¹⁰⁴

Openbaarmaking van het Boetebesluit

174. De AFM is, ook na heroverweging en de uitspraak van het CBb van 25 februari 2025 in aanmerking genomen, van oordeel dat zij *verplicht* was om zo spoedig mogelijk over te gaan tot volledige openbaarmaking van het Boetebesluit. Zij licht dit als volgt toe.
175. In dit geval streeft de AFM met onmiddellijke en volledige openbaarmaking de volgende doelen en daarmee gediende belangen na. Ten eerste wordt het belang van het informeren en waarschuwen van het publiek gediend. In dit geval is het van belang de beleggers die op of rond 20, 22 en 23 september 2022 in het aandeel Ebusco hebben gehandeld te informeren over de overtreding van VDVI (zie doel 1 in randnummer 170 hierboven) en het handhavend optreden van de AFM daartegen. Ditzelfde geldt voor de investeerders die in het kader van het onderhands verkoopproces zijn benaderd door [Bank] en in het bijzonder voor de investeerders die aandelen Ebusco hebben gekocht in dat onderhands verkoopproces. Ook worden andere marktpartijen, zoals beleggingsondernemingen die orders uitvoeren, geïnformeerd over het handelen van VDVI en worden zij met openbaarmaking van het Boetebesluit voor VDVI gewaarschuwd. Door onmiddellijke en volledige openbaarmaking kunnen beleggers en de benaderde investeerders hun schade eventueel verhalen op VDVI (zie doel 3).¹⁰⁵ Ook worden beleggers en marktpartijen hiermee geïnformeerd over de invulling die de AFM geeft aan het verbod op marktmanipulatie en welk handelsgedrag tot een overtreding van dit verbod en daarmee tot handhaving kan leiden (zie doel 2). Onmiddellijke en volledige openbaarmaking is eveneens van belang voor de generale preventieve werking die daarvan uitgaat, omdat beleggers en marktpartijen daardoor worden ingelicht over het handhavend optreden van de toezichthouder en de mogelijke gevolgen van een overtreding op het verbod op marktmanipulatie. Uit dit oogpunt van generale preventie is volledige openbaarmaking

¹⁰⁴ CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102, r.o. 6.8.

¹⁰⁵ Zie de Uitspraak, r.o. 6.2.

Datum 17 april 2025
Ons kenmerk [...]
Pagina 52 van 55

effectiever dan anonieme publicatie (zie doelen 2 en 4).¹⁰⁶ Gelet op de gevolgen van overtreding van het verbod op marktmanipulatie voor onder meer het vertrouwen van het publiek in de financiële markten (zie hiervoor randnummers 48 en 49 van dit besluit), acht de AFM het ontmoedigend effect dat uitgaat van onmiddellijke en volledige openbaarmaking van groot belang. Met anonieme openbaarmaking zouden voornoemde doelen niet worden bereikt.

176. Tegenover deze doelen staat de mate van schade die onmiddellijke en volledige openbaarmaking voor VDMI tot gevolg heeft. VDMI wijst in het Aanvullend bezwaarschrift op financiële schade die zij lijdt als gevolg van de openbaarmaking van het Boetebesluit. Ter hoorzitting heeft VDMI aangegeven dat een partij de financiering aan VDMI heeft opgezegd en twee anderen hun financiering heroverwogen. Daarnaast stelt zij mogelijk vastgoedinvesteringen voortijdig te moeten verkopen, waarbij de executiewaarde lager zal liggen dan de inkomsten die zij redelijkerwijs kon verwachten. Ook zouden Ebusco en de stakeholders van Ebusco mogelijk schade lijden, gelet op de gevolgen die volledige openbaarmaking zou hebben voor het vertrouwen tussen de aandeelhouders van Ebusco en het effect daarvan op het slagen van een reddingsplan van Ebusco.¹⁰⁷

177. In het licht van het door het CBb geschetste afwegingskader acht de AFM de door VDMI gestelde schade niet onevenredig, gewogen tegen de doelen en de daarmee gediende belangen die met volledige openbaarmaking van het Boetebesluit worden gediend. Het belang van VDMI is er in de kern in gelegen om vermogensschade en reputatieschade te voorkomen. Uit de wetsgeschiedenis en vaste jurisprudentie volgt dat die schade inherent is aan openbaarmaking van een bestuurlijke sanctie en op zichzelf niet is aan te merken als schade die maakt dat sprake is van een uitzonderingssituatie in de zin van artikel 1:98, eerste lid, onderdeel b, Wft.¹⁰⁸ Het lag op de weg van VDMI om concrete schade en relevante individuele omstandigheden te stellen en aannemelijk te maken dat en waarom de mate van schade die zij ondervindt buiten proportie is.¹⁰⁹ VDMI heeft echter nagelaten te onderbouwen waarom sprake is van een onevenredige mate van schade. Zij laat na de door haar geleden (of nog te lijden) schade nader te concretiseren of in financiële zin uit te drukken. De blote

¹⁰⁶ Zie Rb. Rotterdam (vzr.) 10 januari 2025, ECLI:NL:RBROT:2025:348; Rb. Rotterdam (vzr.) 14 april 2019, ECLI:NL:RBROT:2019:4042; Rb. Rotterdam (vzr.) 26 januari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:1060; CBb 1 december 2016, ECLI:NL:CBb:2016:352; en Rb. Rotterdam 24 juli 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:6173.

¹⁰⁷ Bij de publicatie van de (tegenvallende) halfjaarcijfers over het eerste halfjaar van 2024, kondigt Ebusco een ‘Turnaround plan’ aan om de algemene prestaties en leveringsbetrouwbaarheid van het bedrijf te verbeteren. Zie het [persbericht](#) van Ebusco van 31 juli 2024.

¹⁰⁸ Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 6 en CBb 12 oktober 2017, ECLI:NL:CBb:2017:327, CBb 22 januari 2015, CBb 1 december 2016, ECLI:NL:2016:373, CBb 25 januari 2018, ECLI:NL:CBb:2018:7.

¹⁰⁹ CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:2025:102, r.o. 6.11.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	53 van 55

stelling dat een investeerder de financieringsrelatie heeft beëindigd, twee anderen de relatie met VDMI heroverwogen en zij mogelijk vastgoedinvesteringen vroegtijdig moet verkopen, is hiertoe naar het oordeel van de AFM onvoldoende. Immers is geenszins gespecificeerd dat het voorgaande verband houdt met de openbaarmaking van het Boetebesluit, wat de gevolgen hiervan in financiële zin voor VDMI zijn en is niet onderbouwd waarom deze schade buiten proportie is. De hiervoor benoemde (maatschappelijke) doelen die met openbaarmaking worden gediend, wegen naar het oordeel van de AFM dan ook zwaarder. Indachtig het uitgangspunt van volledige openbaarmaking, ziet de AFM geen aanleiding om een uitzonderingssituatie aan te nemen. De AFM was dan ook verplicht om op grond van artikel 1:97, derde lid, onder a, Wft zo spoedig mogelijk over te gaan tot volledige openbaarmaking.

178. De AFM volgt VDMI niet in de stelling dat de zij de belangen van Ebusco en haar stakeholders kenbaar diende mee te wegen bij de openbaarmaking van het Boetebesluit. Het Boetebesluit richt zich immers slechts tot VDMI. Ebusco en haar stakeholders treft geen verwijt. Voor zover de AFM hun belangen mee zou moeten wegen, geldt dat niet valt in te zien dat de belangen van Ebusco of diens stakeholders zouden worden geschaad en dit door VDMI ook niet is geconcretiseerd. Bovendien geeft artikel 34, eerste lid, MAR geen aanleiding om belangen van derden te betrekken in een door de nationale bevoegde autoriteit te maken afweging.¹¹⁰ Naar het oordeel van de AFM hebben andere aandeelhouders in Ebusco er juist belang bij te weten wie zich schuldig heeft gemaakt aan marktmanipulatie ten aanzien van een uitgevende instelling waarin zij een belang hebben.¹¹¹

179. Anders dan VDMI stelt, heeft de AFM toegelicht dat en hoe het belang van generaal en specifieke preventie wordt gediend in dit concrete geval. De AFM verwijst hiervoor naar randnummer 175 van dit besluit, waarbij zij nogmaals benadrukt dat volledige openbaarmaking het uitgangspunt van het openbaarmakingsregime van de Wft is. Van schade aan de markt als gevolg van de openbaarmaking van de uitleg van de AFM kan bovendien geen sprake zijn. Ten eerste is het wettelijk kader door de AFM juist toegepast en is de openbaarmaking door de voorzieningenrechter getoetst en ten tweede volgt uit het persbericht duidelijk dat het Boetebesluit nog niet onherroepelijk is.

180. De AFM is van oordeel dat het eigendomsrecht van VDMI niet is geschonden door het Boetebesluit onmiddellijk en volledig openbaar te maken. Dat VDMI mogelijk investeringen eerder dan gepland dient te verkopen, hetgeen overigens niet is gemotiveerd, maakt nog niet dat sprake is van een inbreuk op haar eigendomsrecht. Zoals de AFM hiervoor heeft uiteengezet, geldt op grond van de Wft bovendien een specifiek afwegingskader waarbij uitgangspunt is dat onmiddellijk en volledige

¹¹⁰ Zie de Uitspraak, r.o. 6.1 - 6.2.

¹¹¹ Zie doel 3 dat met publicatie wordt gediend in randnummer 170 van dit besluit.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	54 van 55

openbaarmaking alleen uitzondering lijdt indien sprake is van een situatie waarin betrokken partijen in onevenredige mate schade zou worden berokkend.¹¹² Zowel de Europese wetgever¹¹³ als de Nederlandse wetgever¹¹⁴ hebben in dit specifieke afwegingskader een belangenafweging voor ogen gehad, waarbij het belang van bescherming van de markt een dermate zwaar gewicht toekomt dat dit belang in beginsel prevaleert. De schade die VDVI stelt mogelijk te zullen lijden, voor zover die zich zou voordoen en het directe gevolg zou zijn van de openbaarmaking van het Boetebesluit, zou eerst en vooral terug te voeren zijn op de overtreding van VDVI zelf en is daarmee aan haarzelf te wijten.

181. De AFM volgt VDVI evenmin in haar standpunt dat de AFM met openbaarmaking van het integrale Boetebesluit en het persbericht verder gaat dan waartoe de MAR en de Wft verplichten. Het openbaarmakingsregime van de Wft biedt de AFM de mogelijkheid om, afhankelijk van het individuele geval, nadere invulling te geven aan de openbaarmakingsverplichting op grond van artikel 1:97 Wft.¹¹⁵ Het is aan de AFM om te bepalen op welke wijze zij invulling geeft aan deze verplichting. Daarbij kan de AFM in aanvulling op het besluit zelf ook andere uitlatingen doen over de inhoud van het besluit, onder meer door middel van een persbericht, een nieuwsbericht op de website of een bericht op sociale media.¹¹⁶ Voor dergelijke uitingen geldt dat zij een feitelijk juiste en evenwichtige weergave van de inhoud moeten geven.¹¹⁷ Naar het oordeel van de AFM is hiervan sprake en gaat de AFM met de openbaarmaking van het Boetebesluit en het persbericht dus niet verder dan waartoe de MAR en de Wft verplichten, maar geeft de AFM op toelaatbare wijze invulling aan de op haar rustende openbaarmakingsverplichting.

182. Tot slot is de AFM van oordeel dat voor eenieder duidelijk is dat het Boetebesluit nog niet onherroepelijk is. Dit volgt immers zowel letterlijk uit de tekst van het persbericht als uit het document 'stand van zaken' dat direct onder het persbericht te downloaden is. Overige nieuwsuitingen bevatten ieder een verwijzing naar dit persbericht. Van strijd met de onschuldpresumptie is dus geen sprake. Dat een oordeel van de voorzieningenrechter zoals dat in de Uitspraak is gegeven niet gelijk kan worden gesteld met een oordeel van de bodemrechter mag zo zijn, maar maakt het voorgaande naar het oordeel van de AFM niet anders.

¹¹² De voorzieningenrechter heeft de AFM gevolgd in haar oordeel dat van een dergelijke situatie geen sprake is. Zie de Uitspraak, r.o. 6.1 - 6.5.

¹¹³ Zie randnummer 178 van dit besluit en de Uitspraak, r.o. 6.1 - 6.2.

¹¹⁴ Zie randnummer 170 van dit besluit en de daar aangehaalde parlementaire geschiedenis.

¹¹⁵ *Kamerstukken II*, 2013/14, 33 849, nr. 3, p. 37.

¹¹⁶ *Kamerstukken II*, 2015/16, 34 455, nr. 3, p. 33.

¹¹⁷ *Idem*.

Datum	17 april 2025
Ons kenmerk	[...]
Pagina	55 van 55

183. Ten aanzien van dit onderdeel leidt heroverweging dus niet tot een ander oordeel.

VI. Besluit

184. De AFM heeft besloten het Boetebesluit en het Publicatiebesluit in stand te laten.¹¹⁸ De motivering van het Boetebesluit wordt aangepast en aangevuld met de motivering die in dit besluit is opgenomen. Het voorgaande 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.

VII. Rechtsgangverwijzing

185. Iedere belanghebbende kan tegen dit besluit 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.

VIII. Publicatie

186. Op grond van de Wft moet de AFM de uitkomst van deze beslissing op bezwaar en, indien van toepassing, de instelling van beroep bekend maken. VDVI zal hierover in een aparte brief worden geïnformeerd en in de gelegenheid worden gesteld om haar zienswijze te geven.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

[was getekend]
Manager
Juridische Zaken

[was getekend]
Hoofd
Juridische Zaken

Bijlage I: Verslag hoorzitting (inclusief spreekantekeningen) d.d. 27 februari 2025

¹¹⁸ Deze beslissing op bezwaar is genomen door het bestuur van de AFM en conform het tekeningsmandaat ondertekend door een hoofd en een manager.