



# Interpretaties marktmanipulatie

*Enkele praktijkvoorbeelden*

Publicatiedatum: juni 2016

## Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

## Inhoudsopgave

1.	Misleidende orders en/of transacties	5
1.1	Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld	5
1.2	Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?	6
2.	Transacties gericht op koersinvloed	8
2.1	Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld	8
2.2	Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?	9
3.	Het handelen op bestensorders	10
3.1	Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld	10
3.2	Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?	12
4.	Manipulatie door middel van wash trades	14
4.1	Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld	14
4.2	Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?	15
5.	Verdere vragen?	16

## Interpretaties van de AFM

Onder een interpretatie verstaat de AFM een schriftelijke korte beleidsuiting waarin de visie van de AFM wordt weergegeven op de naleving van specifieke wetsartikelen waarop zij toezicht houdt en/of van AFM-bevoegdheden. Een interpretatie is minder omvangrijk dan een leidraad.

De AFM publiceert diverse interpretaties om marktpartijen inzicht te geven in de visie van de AFM op geldende wet- en regelgeving. Via haar contacten met marktpartijen en advocatuur signaleert de AFM naar welke onderwerpen behoefte tot interpretatie bestaat.

In deze brochure zijn alle vier eerder de door de AFM gepubliceerde interpretaties met betrekking tot marktmanipulatie opgenomen.

## 1. Misleidende orders en/of transacties

De AFM ziet in de praktijk met enige regelmaat orders en/of transacties die onjuiste of misleidende signalen afgeven. In sommige gevallen lukt het een partij met dergelijk handelsgedrag een andere partij (structureel) te verleiden tot het meebewegen met ingelegde orders/transacties. Deze andere partij beweegt mee door steeds orders rond hetzelfde prijsniveau in te leggen als de orders van de misleidende partij. Op dit prijsniveau kan de misleidende partij vervolgens gunstiger handelen waarbij de meebewegende partij wordt benadeeld.

### 1.1 Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld

*In verband met haar geheimhoudingsplicht kan de AFM niet in detail ingaan op dit praktijkvoorbeeld. Vandaar dat in de voorbeelden desbetreffende partijen en het financieel instrument niet bij naam worden genoemd. De AFM heeft passende maatregelen genomen om dit gedrag te stoppen.*

Stel de situatie voor dat voor een bepaald aandeel de beste verkooporder in de markt ligt op €11,00 en de beste kooporder op €10,85. Een partij P legt dan een verkooporder in op €10,99 en verbetert daarmee de beste verkooporder. Een andere partij X reageert direct daarop door op haar beurt de markt te verbeteren, namelijk naar €10,98. Partij P verbetert die prijs weer en ook partij X reageert daar weer op met een verbetering van die prijs. Dit tegen elkaar afgeven van steeds lagere (betere) verkoopprijzen verkrappt de spread en gaat zo door totdat uiteindelijk partij P een verkooporder inlegt op, bijvoorbeeld, €10,89. Partij X verbetert die prijs weer naar €10,88. Partij P stuurt dan een kooporder in om de verkooporder van partij X op €10,88 uit te nemen. Zodoende heeft partij P in plaats van €11 nu €10,88 per aandeel betaald. De verkooporders die eerder zijn gelegd op €10,89 en hoger, worden nu (of zijn al eerder) door partij P geannuleerd.

Partij P gaat vervolgens orders inleggen om te kopen op steeds hogere niveaus waarmee partij X dan ook steeds weer meebeweegt. Partij P zal, als partij X tot haar hoogste niveau is meegegaan met de kooporders van partij P, dan verkopen aan partij X. Door deze repeterende manier van handelen zal partij P steeds winst maken ten koste van partij X.

Dit voor partij P winstgevende en voor partij X verlieslatende gedragspatroon kan gedurende de handelsdag nog vele keren volgen. De reden dat een tegenpartij steeds maar 'mee' blijft gaan en niet direct beseft dat zij misleid wordt, kan liggen in het feit dat veel partijen gebruik maken van geautomatiseerde handelsalgoritmen die vaak, tot op zekere hoogte, standaard en voorspelbaar reageren op acties van andere marktpartijen.

De AFM heeft ook gedrag gesignaleerd dat in de eindsituatie, vlak voorafgaande aan de transactie tussen partij P en partij X, partij X niet meer de order van partij P verbetert, maar op hetzelfde niveau dat partij P stelt komt bijliggen. In voorgesteld voorbeeld zou partij P bijvoorbeeld een verkooporder op €10,89 inleggen die partij X niet verbetert naar een lagere prijs, maar waar partij X dan komt bijliggen door ook een verkooporder in te leggen op datzelfde prijsniveau van €10,89.

Dan merkt partij P dat partij X niet bereid is om tegen nog lagere prijzen te verkopen. Echter, partij P ligt op dat prijsniveau vooraan in het orderboek door de toepassing van de zogeheten prijs-tijd prioriteit regel. Prijs-tijd prioriteit zorgt ervoor dat de beste prijzen vooraan staan voor uitvoering. Als op een bepaald prijsniveau meerdere orders zijn ingelegd, dan heeft de order die als eerste is ingestuurd prioriteit op de andere orders die op datzelfde prijsniveau maar later zijn ingestuurd.

Partij P past haar verkooporder op €10,89 aan, bijvoorbeeld door het verhogen van de ordergrootte. Het gevolg is dat de order van partij P haar tijd prioriteit op de andere order (die van partij X) verliest en daarachter wordt geplaatst. Vervolgens legt partij P een kooporder in tegen €10,89 voor het deel wat partij X in verkoop heeft liggen op dat prijsniveau. In dit geval is het des te duidelijker dat partij P niet wilde verkopen tegen de door haar ingelegde steeds lagere prijsniveaus maar juist wilde kopen op dat lagere niveau.

Met het hiervoor omschreven handelsgedrag wordt naar het oordeel van de AFM daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument. Op basis van de Verordening marktmisbruik is dan sprake van verboden marktmanipulatie.

### Samenvattend

Partij P manifesteerde zich als verkoper die zich in het orderboek bereid toonde om tegen steeds lagere prijzen te verkopen maar kocht dan op die lagere prijzen als de andere partij X mee was gegaan met de prijzen die partij P inlegde. Dit deed partij P ook andersom. Dus kooporders inleggen tegen steeds hogere prijzen maar juist verkopen tegen die hogere prijzen als de andere partij X daarin mee was gegaan.

Partij P gaf hiermee misleidende signalen af over het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument. Volgens de AFM heeft partij P orders ingelegd die louter tot doel hadden om (een handelsalgoritme van) partij X te beïnvloeden om mee te gaan met deze orders of deze orders te verbeteren.

Het inleggen van orders en/of het doen van transacties met het doel om andere partijen te verleiden/te misleiden tot het afgeven van gunstigere prijzen om daarvan gebruik te maken gaat in tegen gebruikelijk en integer handelsgedrag.

De AFM beschouwt dit handelsgedrag als een overtreding van het verbod op marktmanipulatie zoals dat in de Verordening marktmisbruik is vastgelegd.

## 1.2 Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?

Handelsgedragingen zijn zelden identiek. De genoemde voorbeelden zijn dan ook niet uitputtend en zijn bedoeld om in algemene zin de generieke kenmerken te beschrijven van dit soort manipulatieve gedragingen bij transacties in financiële instrumenten.

Hoe vaker een belegger binnen een bepaalde tijdspanne orders en/of transacties verricht waarvan mogelijk een onjuist of misleidend signaal uitgaat of is te duchten, des te sterker is het vermoeden van mogelijke marktmanipulatie. Dit vermoeden wordt nog eens versterkt als uit nader onderzoek blijkt dat deze partij ook profiteert van dergelijk gedrag. Omstandigheden als frequentie, tijdspanne van de handelingen en eventuele winstgevendheid worden meegenomen bij de beoordeling van het bewijs en de ernst van een eventuele overtreding van het verbod op marktmanipulatie. In bijlage I bij de Verordening is een niet-limitatieve reeks met indicatoren van marktmanipulatie opgenomen.

De AFM kan passende maatregelen nemen wanneer zij marktmanipulatie vaststelt. Zo kan de AFM onder meer aangifte doen bij het Openbaar Ministerie of een bestuurlijke boete opleggen.

## 2. Transacties gericht op koersinvloed

Een order kan leiden tot een (deel)transactie in een financieel instrument (bijvoorbeeld een aandeel). Indien een deeltransactie met een beperkte waarde of omvang leidt tot een koersverandering van het financiële instrument kan er sprake zijn van marktmanipulatie.

Volgens de Verordening marktmisbruik is er sprake van marktmanipulatie (zie artikel 12, eerste lid van de Verordening marktmisbruik) als het aangaan van een transactie, het plaatsen van een handelsorder of elke andere gedraging (i) 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) de koers van een financieel instrument daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt.

Gelet op deze definitie kan – zoals hiervoor aangegeven – bij transacties van beperkte waarde en/of omvang die een koersverandering teweeg brengen mogelijk sprake zijn van marktmanipulatie. Het verbod om de markt te manipuleren of te trachten te manipuleren is opgenomen in artikel 15 van de Verordening marktmisbruik.

Het is uiteraard niet per definitie verboden om orders in te leggen en transacties te doen die koersinvloed hebben. Het overgrote deel van dergelijke situaties zal geen marktmanipulatie zijn.

### 2.1 Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld

Hieronder volgt een tweetal voorbeelden van opvallend gedrag door kleine orders die leiden tot transacties met koersinvloed.

#### Voorbeeld 1

Stel dat de laatste koers van een aandeel €2,55 is en de beste verkooporder op dat moment 500 aandelen is voor een prijs van €2,63. Direct daarboven ligt een verkooporder van 300 aandelen op €2,76. Een belegger legt nu een kooporder in voor 5 aandelen met een limiet van €2,63. Deze kooporder leidt direct tot een transactie van 5 aandelen tegen €2,63. De koers van het aandeel stijgt daardoor van €2,55 naar €2,63. Het resultaat is dat de belegger met een transactie van beperkte waarde een koersstijging van 3,1% heeft gerealiseerd.

Stel dat de markt een groot deel, namelijk 475 aandelen, van het restant van 495 aandelen op €2,63 koopt. Hierdoor blijven er nog 20 aandelen liggen op €2,63. Daarboven ligt dan nog de verkooporder van 300 aandelen tegen €2,76. Dezelfde belegger legt nu een kooporder in om 25 aandelen bestens te kopen. Hij koopt dan het restant van 20 aandelen op €2,63 en ook nog 5 aandelen op het daarboven liggende hogere niveau op €2,76. Dat is ook de laatste koers. Wederom heeft de belegger met een transactie van beperkte waarde een relatief grote koersstijging gerealiseerd, namelijk van €2,63 naar €2,76 ofwel 4,9%. Met deze twee kleine transacties zorgt de belegger voor de koersstijging van €2,55 naar €2,76.



## Voorbeeld 2

Stel dat de laatste koers van een aandeel €3,00 is. De beste verkooporder is 300 aandelen tegen €3,02 en de beste kooporders zijn 500 aandelen tegen €3,00 en 200 aandelen tegen €2,92. Een belegger legt nu een verkooporder in voor 501 aandelen tegen €2,92. De transactie wordt nu uitgevoerd voor 500 aandelen tegen €3,00 en 1 aandeel tegen €2,92. Doordat de transactie van 1 aandeel op een lager prijsniveau wordt uitgevoerd, realiseert de belegger hiermee een koersdaling van 2,7 %. Vlak daarna wordt een kooptransactie gedaan. Er worden 200 aandelen gekocht tegen €3,02. De laatste koers is dan dus €3,02. Dezelfde belegger reageert nu met een kleine verkooporder van 3 aandelen op €2,92. Hierdoor daalt de koers meteen weer van €3,02 naar €2,92.

In beide voorbeelden zal de AFM onderzoeken of er sprake is van structureel koerssturend gedrag door deze belegger en of daarmee daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal afgegeven wordt, of als daardoor het financieel instrument daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau gebracht wordt. Hoe vaker de belegger gedrag vertoont dat lijkt op voorgaande voorbeelden, hoe sterker het vermoeden van marktmanipulatie zal zijn.

Dit vermoeden wordt sterker als uit nader onderzoek blijkt dat deze partij ook een motief heeft om de koers op een lager of hoger niveau te brengen of op enigerlei wijze heeft geprofiteerd van dit gedrag.

## 2.2 Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?

Handelsgedragingen zijn zelden identiek. De genoemde voorbeelden zijn dan ook niet uitputtend en zijn bedoeld om in algemene zin de generieke kenmerken te beschrijven van dit soort manipulatieve transacties in financiële instrumenten.

Hoe vaker een belegger een order inlegt die leidt tot een transactie die beperkt is in waarde en/of in omvang maar daarmee wel een koersverandering realiseert, hoe sterker het vermoeden van mogelijke marktmanipulatie is. Dit geldt zeker als de belegger op enige manier baat heeft bij de koersinvloed die hijzelf door deze handelingen bereikt, bijvoorbeeld omdat hij een bepaalde positie heeft in het desbetreffende financieel instrument of een daarvan afgeleid product (bijvoorbeeld een optie). Omstandigheden als frequentie, tijdsperiode van de handelingen, winstgevendheid, afwezigheid van een legitieme economische rationale en/of het motief kunnen worden meegenomen bij de beoordeling van het bewijs en de ernst van een eventuele overtreding van het verbod op marktmanipulatie. In bijlage I bij de Verordening is een niet-limitatieve reeks met indicatoren van marktmanipulatie opgenomen.

De AFM neemt passende maatregelen wanneer zij marktmanipulatie vaststelt. Zo kan de AFM onder meer aangifte doen bij het Openbaar Ministerie of een bestuurlijke boete opleggen.

### 3. Het handelen op bestensorders

Er wordt een grote diversiteit aan financiële instrumenten verhandeld. Bij een aantal van deze instrumenten is sprake van beperkte liquiditeit. Een gevolg van beperkte liquiditeit is dat er flinke koersschommelingen kunnen ontstaan wanneer een bestensorder wordt ingelegd of een order met een prijslimiet die sterk afwijkt van de laatste koers. Bijvoorbeeld een kooporder met een heel hoge limiet of verkooporder met een heel lage limiet ten opzichte van de laatste koers. Deze orders kunnen potentieel worden uitgevoerd tegen een koers die sterk afwijkt van de laatste tot stand gekomen koers, eventueel zelfs tegen de maximaal toegelaten koers<sup>1</sup>. Op zichzelf kan dit legitiem zijn. Immers, vraag en aanbod bepalen de prijs op de beurs.

De AFM ziet echter ook situaties waarbij partijen in reactie op de bestensorder/order met een afwijkende prijslimiet, orders inleggen met het doel om uiteindelijk zelf gunstig tegen die bestensorder (of order met een afwijkende prijslimiet) te kunnen handelen.

Volgens de Verordening marktmisbruik is er sprake van marktmanipulatie (zie artikel 12, eerste lid van de Verordening marktmisbruik) als het aangaan van een transactie, het plaatsen van een handelsorder of elke andere gedraging (i) 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) de koers van een financieel instrument daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt.

Gelet op deze definitie kan – zoals hiervoor aangegeven – bij het reageren op een bestensorder/order met een afwijkende prijslimiet, om uiteindelijk zelf gunstig tegen die bestensorder (of order met een afwijkende prijslimiet) te kunnen handelen, mogelijk sprake van marktmanipulatie zijn. Het verbod om de markt te manipuleren of te trachten te manipuleren is opgenomen in artikel 15 van de Verordening marktmisbruik.

#### 3.1 Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld

Stel dat de laatste koers van een aandeel €100 is. Het orderboek is leeg. De beurs heeft de maximale afwijking van een nieuwe koers van het aandeel bepaald op plus of minus 10% van de laatste koers. Er kunnen in dit geval alleen transacties in dit aandeel plaatsvinden binnen de bandbreedte van €90 tot €110.

Nu plaatst een belegger voorbeurs (om 8:50 uur) in het verder lege orderboek een order om 50 aandelen bestens te verkopen. Ondanks dat een verkoper over het algemeen gebaat is bij het verkrijgen van een zo hoog mogelijke prijs biedt deze verkoper zijn aandelen aan tegen elke prijs die de markt voor zijn aandelen biedt. De beurs gaat open om exact 9:00 uur. Als de beurs nog niet geopend is voor het doen van transacties kunnen al wel orders ingelegd worden. De beurs publiceert het orderboek, zodat de markt deze orders kan zien. Ook publiceert de beurs een theoretische openingsprijs (TOP) en een theoretisch volume (TOV). De TOP is het prijsniveau

---

<sup>1</sup> De maximaal toegelaten afwijking van de laatste prijs is een percentage dat per categorie van financieel instrumenten door de beurs wordt bepaald.

waarop de meeste aandelen (TOV) verhandeld kunnen worden als op dát moment de handel open zou gaan.

Zoals gezegd kan de bestens verkooporder worden uitgevoerd op prijzen tussen €90 en €110 euro. De verkoper is gebaat bij een zo hoog mogelijke prijs. Een koper zal juist zo laag mogelijk willen kopen. De AFM ziet gevallen waarbij in een dergelijke situatie de geïnteresseerde koper gedrag vertoont waarmee het zowel voor de markt als voor de verkoper tot vlak voor beursopening lijkt dat de verkoper een gunstige prijs krijgt maar waar deze prijs vlak voor beursopening verandert in een voor de verkoper veel ongunstigere prijs.

Hierna volgen voorbeelden van zowel manipulatief als niet manipulatief handelsgedrag waarbij wordt uitgegaan van de situatie zoals die hierboven is geschetst:

#### Voorbeeld 1 (geen onjuist/ misleidend signaal)

In reactie op de ingelegde bestens verkooporder legt een koper voorbeurs een kooporder in van 50 aandelen tegen €90. De markt kan dan op basis van de gepubliceerde TOP en TOV meteen al zien dat, als de situatie niet wijzigt, 50 aandelen bij beursopening verhandeld zullen worden tegen €90. Marktpartijen kunnen voordat de transactie zal plaatsvinden nog beslissen om een betere bieding in te leggen tot het moment dat de beurs open gaat. Als er geen betere biedingen komen, handelt de koper tegen €90. De koper heeft hier legitiem gehandeld. Zijn order geeft geen onjuist of misleidend signaal af, de order die hij inlegt was conform zijn ware intentie.

#### Voorbeeld 2 (geen onjuist/ misleidend signaal)

In reactie op de ingelegde bestens verkooporder kan de koper wachten tot het moment dat de beurs bijna open gaat of open is gegaan en pas dan zijn kooporder inleggen voor 50 aandelen tegen €90. Andere marktpartijen hebben ook de kans gehad om de bestens verkooporder op te merken en daar een order tegenover te stellen. Als dat niet gebeurt, handelt de koper legitiem tegen €90. Zijn order geeft geen onjuist of misleidend signaal af.

#### Voorbeeld 3 (wél onjuist/ misleidend signaal)

In reactie op de ingelegde bestens verkooporder kan de koper voorbeurs een order inleggen voor 50 aandelen tegen bijvoorbeeld €104. De markt ziet dat er (gezien de laatste koers van €100) een acceptabele prijs wordt geboden voor de aangeboden aandelen en zal dan mogelijk geen reden zien om een concurrerende (betere) order in te leggen. De koper past nu echter, vlak voor beursopening, de kooplimiet van zijn order aan van €104 naar €90. Bij opening wordt de transactie daarom niet uitgevoerd tegen de eerder voorgestelde €104 maar tegen €90.

Aan de markt toonde de koper zijn zogenaamde 'bereidheid' om tegen €104 te kopen maar hij kocht uiteindelijk veel goedkoper, namelijk tegen €90 door zijn order vlak voor de beursopening aan te passen. Deze handelswijze geeft naar het oordeel van de AFM een onjuist of misleidend

signaal af met betrekking tot de koers van het betreffende aandeel omdat de eerste order die de koper inlegde niet zijn ware intentie weergaf en vermoedelijk slechts werd ingelegd om de markt op het verkeerde been te zetten.

#### Voorbeeld 4 (wél onjuist/ misleidend signaal)

In reactie op de ingelegde bestens verkooporder kan de koper voorbeurs een kooporder inleggen voor 50 aandelen bestens en een kooporder voor 1 aandeel tegen €90. De theoretische prijs die nu tot stand komt is €100 (2 bestens orders, namelijk de verkooporder van 50 aandelen bestens gaat tegen de kooporder voor 50 aandelen bestens tegen de laatste koers (€100)). De koper past het volume van de order van 50 aandelen bestens echter vlak voor beursopening aan naar 49 aandelen. Als gevolg van het ene aandeel dat gesteld is op een limiet van €90 worden dan 50 aandelen (de order van 49 aandelen bestens en de order van 1 aandeel tegen €90) verhandeld tegen €90 in plaats van tegen de eerder voorgestelde €100<sup>2</sup>. Deze handelswijze geeft naar het oordeel van de AFM een onjuist of misleidend signaal af met betrekking tot de koers van het betreffende aandeel.

Voorbeelden 3 en 4 beschrijven situaties waarbij een onjuist of misleidend signaal afgegeven wordt. Eenvoudigheid halve zijn de voorbeelden gekozen in een nagenoeg leeg orderboek. Maar gelijksoortige situaties kunnen zich ook voordoen in vollere orderboeken. In wezen komt het erop neer dat als de koper vlak voor het openen van de beurs zijn order aanpast, hiermee een onjuist of misleidend signaal afgegeven wordt en daarmee mogelijk sprake is van marktmanipulatie. Uiteraard kan er ook in een omgekeerde situatie sprake zijn van marktmanipulatie. Dus als een verkoper eerst voorbeurs aangeeft zijn aandelen relatief goedkoop te willen verkopen en dan vlak voor beursopening zijn verkooporder aanpast naar een relatief hoge verkoopprijs. Bij deze handelswijze wordt naar het oordeel van de AFM ook een onjuist of misleidend signaal afgegeven.

Verder vraagt de AFM aandacht voor het inleggen van bestens orders of orders met zeer afwijkende limieten. Zeker bij beperkt liquide financiële instrumenten loopt een belegger de kans op ongunstige uitvoeringen. Daarom wijst de AFM op het belang om bij orders, zeker in beperkt liquide financiële instrumenten, een realistische limiet mee te geven zodat de belegger zichzelf beschermt tegen een (onverwacht) ongunstige uitvoering.

### 3.2 Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?

Handelsgedragingen zijn zelden identiek. De genoemde voorbeelden zijn dan ook niet uitputtend en zijn bedoeld om de generieke kenmerken te beschrijven van dit soort manipulatieve transacties/orders in financiële instrumenten.

Hoe vaker een belegger reageert op een bestensorder/order met een afwijkende prijslimiet, om uiteindelijk zelf gunstig tegen die bestensorder (of order met een afwijkende prijslimiet) te

---

<sup>2</sup> Bij een veiling (hier de openingsveiling) van Euronext bepaalt de hoofdregel van de systematiek dat de prijs die in de veiling tot stand komt in principe de prijs is waartegen het grootste aantal aandelen verhandeld kan worden. In dit geval zouden 49 aandelen verhandeld kunnen worden tegen €100, maar er kunnen 50 aandelen verhandeld worden als de prijs €90 is. Dit maakt dat de prijs van €90 in deze veiling tot stand komt.

kunnen handelen, des te sterker is het vermoeden van mogelijke marktmanipulatie. Omstandigheden als frequentie, tijdsperiode van de handelingen en eventuele winstgevendheid worden meegenomen bij de beoordeling van het bewijs en de ernst van een eventuele overtreding van het verbod op marktmanipulatie. In bijlage I bij de Verordening is een niet-limitatieve reeks met indicatoren van marktmanipulatie opgenomen.

De AFM kan passende maatregelen nemen wanneer zij marktmanipulatie vaststelt. Zo kan de AFM onder meer aangifte doen bij het Openbaar Ministerie of een bestuurlijke boete opleggen.

## 4. Manipulatie door middel van wash trades

*(Publicatiedatum januari 2016)*

Wash trades zijn transacties waarbij geen verandering plaatsvindt in eigendom en/of marktrisico of waarbij deze worden overgedragen aan samenspannende personen (anders dan repo's en securities lending). Zie hiervoor ook Bijlage 1 van de MAR onder A, punt c.

De AFM ziet in de praktijk transacties in financiële instrumenten waarbij er feitelijk geen verandering plaatsvindt in het marktrisico en/of eigendom. In veel gevallen worden deze transacties verricht tussen partijen die aan elkaar zijn verbonden en/of met elkaar samenwerken.

Volgens de Verordening marktmisbruik is sprake van marktmanipulatie (zie artikel 12, eerste lid van de Verordening marktmisbruik) als bij het aangaan van een transactie, het plaatsen van een handelsorder of elke andere gedraging daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal wordt afgegeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument.

Gelet op deze definitie kan – zoals hiervoor aangegeven – bij transacties waarbij geen verandering plaatsvindt in eigendom en/of marktrisico of waarbij deze worden overgedragen aan samenspannende personen (anders dan repo's en securities lending), mogelijk sprake zijn van marktmanipulatie. Het verbod om de markt te manipuleren of te trachten te manipuleren is opgenomen in artikel 15 van de Verordening marktmisbruik.

### 4.1 Uitleg aan de hand van een praktijkvoorbeeld

Hieronder volgen twee voorbeelden uit de praktijk, waarvan AFM vindt dat die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van opties of de onderliggende waarden. Volgens de AFM zijn in beide voorbeelden wash trades verricht.

#### Voorbeeld 1

Stel dat partij A van haar clearing member een korting krijgt op de totale kosten voor het verwerken van de (optie)contracten wanneer een bepaalde drempelwaarde wordt overschreden. Partij A heeft bij het naderen van het einde van het tijdvak bijna deze drempelwaarde bereikt. Om boven deze drempel uit te komen verhandelt partij A op de dag van expiratie een aantal out-of-the-money<sup>3</sup> optiecontracten tegen een prijs van €0,01 met de aan haar verbonden en/of met haar samenwerkende partij B. Het aantal verhandelde optiecontracten is zo groot dat daarmee het totale handelsvolume van partij A wel hoger is dan de drempelwaarde van de clearing member. Door deze transactie krijgt partij A dus een korting op de totale kosten die de clearing member in rekening brengt voor het verwerken van het totale handelsvolume van partij A.

---

<sup>3</sup> Een optie is out-of-the-money wanneer de koers van de onderliggende waarde zich boven de uitoefenprijs (put) of onder de uitoefenprijs (call) ophoudt.

## Voorbeeld 2

Stel dat de beursgenoteerde onderneming X aankondigt om dividend uit te keren. Partij A verhandelt call opties -met als onderliggende waarde het aandeel van X - met de aan haar verbonden en/of met haar samenwerkende partij B. Dit doet zij voorafgaand aan de ex-dividenddatum. Door het doen van deze transactie ontstaat voor deze partijen geen verandering in het marktrisico. Het risico dat partij A aangaat wordt namelijk volledig afgedekt door partij B. Het geheel van de positie is daarmee risicovrij.

Partijen A en B hebben met het verrichten van deze transactie als doel om een shortpositie in de open interest<sup>4</sup> in te nemen in deze call opties, of om de bestaande shortpositie te vergroten. Hiermee willen partijen A en B een zo groot mogelijk financieel voordeel behalen. Dit voordeel kunnen zij behalen, omdat niet alle in-the-money call opties<sup>5</sup> worden uitgeoefend voorafgaand aan de dividenduitkering (ex-dividend) van de onderliggende waarde van deze optiecontracten.

## 4.2 Wat zijn indicaties van marktmanipulatie?

Handelsgedragingen zijn zelden identiek. De genoemde voorbeelden zijn dan ook niet uitputtend en zijn bedoeld om in algemene zin de kenmerken te beschrijven van dit soort manipulatieve gedragingen bij transacties in financiële instrumenten.

Daarbij geldt dat hoe vaker een partij orders plaatst en/of transacties aangaat welke daadwerkelijk of waarschijnlijk een onjuist of misleidend signaal afgeven, hoe sterker het vermoeden is van mogelijke marktmanipulatie. Zeker als uit nader onderzoek blijkt dat deze partij ook profiteert van dit gedrag. Het aantal misleidende orders en/of transacties, de tijd waarbinnen deze hebben plaatsgevonden en de eventuele winst die dit heeft opgeleverd worden meegenomen bij de beoordeling van het bewijs. Op basis van deze gegevens bepaalt de AFM hoe ernstig de eventuele overtreding van het verbod op marktmanipulatie is. In bijlage I bij de Verordening is een niet-limitatieve reeks met indicatoren van marktmanipulatie opgenomen.

De AFM kan passende maatregelen nemen wanneer zij marktmanipulatie vaststelt. Zo kan de AFM onder meer aangifte doen bij het Openbaar Ministerie of een bestuurlijke boete opleggen.

---

<sup>4</sup> Open interest geeft het aantal openstaande posities in een optieserie of optieklasse (of future) aan.

<sup>5</sup> Een call optie is in-the-money wanneer de uitoefenprijs van de optie lager is dan de koers van de onderliggende waarde.

## 5. Verdere vragen?

De AFM is het aanspreekpunt voor vragen over voorwetenschap, en andere vragen over de bepalingen over marktmisbruik. Meer informatie is te vinden op [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder 'Marktmisbruik'.

Voor vragen en advies kunt u een e-mail sturen naar [marketsupervision@afm.nl](mailto:marketsupervision@afm.nl) of contact opnemen met het monitoringteam, telefoon nummer: +31 (0) 20 797 37 77.

Wij wijzen u erop dat telefoongesprekken met het monitoringteam worden opgenomen voor toezichtdoeleinden.



Autoriteit Financiële Markten  
T 020 797 2000 | F 020 797 3800  
Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam  
[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

De tekst is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlennen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.