

Marktmanipulatie



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

De AFM is actief op twee terreinen:

Financiële dienstverlening

De AFM bevordert de zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten. Bedrijven en personen die financiële diensten verlenen, moeten deskundig, betrouwbaar en integer zijn. De informatie van financiële ondernemingen en pensioenuitvoerders dient feitelijk juist, begrijpelijk en niet misleidend te zijn. De ondernemingen moeten handelen in het belang van hun klanten (zorgplicht).

Kapitaalmarkten

De AFM bevordert de eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten, waarop beleggers kunnen **vertrouwen**. Wij handhaven de spelregels voor degenen die actief zijn op de markt van aandelen en andere effecten. **Marktmisbruik** – gebruik van voorwetenschap, **manipulatie of misleiding – is verboden**. Beursgenoteerde bedrijven moeten koersgevoelige informatie (kgi) tijdig en correct naar buiten brengen. Wij handhaven de regels voor de uitgifte van effecten en openbare biedingen, voor financiële verslaggeving en voor accountants die de verslaggeving controleren.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	4
2	Wettelijke basis	6
3	Reikwijdte en verbodsbepaling	7
4	Voorbeelden	8
5	Rechtvaardiging bij misleidend signaal en kunstmatig prijsniveau	11
6	Gebruikelijke marktpraktijken	12
7	Uitzonderingen	13
8	Meldplicht verdachte transacties	14
9	Signalen	15
10	Handhaving	16
11	Raakvlakken met andere elementen uit de Wet marktmisbruik	17
12	Toelichting op enkele elementen	18
13	Verdere vragen?	21

1 Inleiding

Met deze brochure geeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) nadere uitleg over de regelgeving die van toepassing is op het verbod op marktmanipulatie. Deze regelgeving vloeit direct voort uit de Europese richtlijn Marktmisbruik (2003/6/EG). Met de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik per 1 oktober 2005 is het verbod op marktmanipulatie in Nederland uitgebreid ten opzichte van de daarvoor bestaande regelgeving.

Een Europese interne markt voor financiële diensten is van cruciaal belang voor economische groei en het scheppen van werkgelegenheid in de EU. Voor een geïntegreerde en efficiënte financiële markt is marktintegriteit nodig. Een goede werking van de markten in financiële instrumenten en vertrouwen van het publiek in de markten zijn noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart.

Het **verbod op marktmanipulatie** is bedoeld om de integriteit van de financiële markten te bevorderen. Het gaat om het verhogen en borgen van marktintegriteit en beleggersvertrouwen door het bevorderen van de volledigheid, correctheid en tijdigheid van informatie met betrekking tot financiële instrumenten en de handel daarvan op financiële markten, zodat marktmisbruik wordt voorkomen. **De handel en prijzen zoals die tot stand komen, moeten het resultaat zijn van rechtmatige vraag en aanbod die voortkomt uit beleggingsbeslissingen die genomen zijn op basis van betrouwbare en tijdige informatie.**

Om bij te dragen aan de totstandkoming van een geïntegreerde Europese financiële markt **dienen toezichthouders in alle lidstaten met zoveel mogelijk dezelfde begrippen, definities en wetshandhaving te werken.** De AFM sluit dan ook zo nauw mogelijk aan bij de vastgestelde CESR guidance en zal bij grensoverschrijdende gevallen in overleg treden met buitenlandse toezichthouders. **De AFM staat marktmanipulatie niet toe.** De wet geeft de AFM een breed scala aan bevoegdheden (van het geven van een last onder dwangsom die de overtreder gebiedt normovertredend gedrag te staken tot het doen van aangifte) die, afhankelijk van de zwaarte van de overtreding, zullen worden ingezet. De AFM streeft ernaar om in concrete gevallen, waar mogelijk en wenselijk in overleg met de markt, de norm (of bestanddelen daarvan) van het verbod op marktmanipulatie verdere invulling te geven. Door strenge handhaving, wordt het aantal gevallen van of pogingen tot marktmanipulatie zoveel mogelijk beperkt.

Deze brochure gaat in op het verbod op marktmanipulatie en bevat verwijzingen naar relevante informatie.

Hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) Regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten omvat daarnaast ook verplichtingen voor genoteerde ondernemingen om koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren en legt nadere verplichtingen op aan degenen die beleggingsaanbevelingen uitbrengen. Deze elementen hebben een raakvlak met het verbod op marktmanipulatie. Ook hierop wordt in deze brochure ingegaan.

Deze brochure is opgesteld om een algemeen beeld te geven van de regels die ten aanzien van het verbod op marktmanipulatie worden gesteld. Ook verwijst de brochure naar relevante (juridische) documenten en overige informatiebronnen. Deze brochure heeft een informatief doel en er kunnen geen rechten aan worden ontleend. U kunt zich dan ook niet alleen baseren op deze brochure. Als de tekst van de brochure afwijkt van de tekst en toelichting van de Wet Financieel Toezicht (Wft) en het Besluit marktmisbruik Wft dan gaan de Wft en het Besluit voor.

2 Wettelijke basis

Het verbod op marktmanipulatie is opgenomen in artikel 5:58 van de Wft. Het verbod vloeit voort uit **de Richtlijn marktmisbruik 2003/6/EG** en de uitvoeringsrichtlijn met betrekking tot het verbod op marktmanipulatie 2003/124/EG. Deze uitvoeringsrichtlijn omvat signalen waar de toezichthouder specifiek rekening mee moet houden bij het beoordelen van mogelijke gevallen van marktmanipulatie.

Daarnaast schrijft Verordening 2273/2003 een tweetal uitzonderingen van het verbod op marktmanipulatie voor. Deze Verordening is niet in Nederlandse wetgeving omgezet maar heeft rechtstreekse werking. Ook heeft CESR, het samenwerkingsverband van Europese beurstoezichthouders, aanvullende guidance of interpretatie gegeven voor de wijze waarop haar leden, waaronder de AFM, met de toepassing van het verbod op marktmanipulatie omgaan.

De letterlijke tekst van de Europese richtlijn [1] en de uitvoeringsrichtlijnen, de Europese Verordening [2], de Wft, het Besluit marktmisbruik Wft en de guidance van CESR zijn te vinden op de website van de AFM (www.afm.nl) onder 'Marktmisbruik'.

[1] Europese richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.

[2] Verordening 2273/2003 van het Europees Parlement en de Raad van 22 december 2003 wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.

3 Reikwijdte en verbodsbepaling

Het is voor een ieder verboden om de markt te manipuleren. Het verbod op marktmanipulatie geldt niet alleen voor instellingen, maar ook voor natuurlijke personen.

Marktmanipulatie valt uiteen in vier delen:

Het is verboden om:

- a een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten;
- b een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden;
- c een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding; of;
- d informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. De reikwijdte van dit verbod is zeer breed.

Bij de invulling van het begrip 'financiële instrumenten' betreft het financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel, of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd, op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit die gelegen is of werkzaam is in Nederland danwel in een andere lidstaat, danwel op een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem die is gevestigd en van overheidswege is toegelaten in een staat die geen lidstaat is.

Als de overtreding van het verbod op marktmanipulatie plaatsvindt vanuit Nederland in een andere lidstaat is dit in Nederland strafbaar, maar dan is de toezichthouder van de andere lidstaat de primaire toezichthouder en niet de AFM. Wel kunnen Europese toezichthouders in grensoverschrijdende gevallen informatie met elkaar uitwisselen, assistentie verlenen en een gezamenlijke handhavingstrategie vaststellen.

De AFM heeft de bevoegdheid om categorieën transacties of handelsorders aan te merken als transacties of handelsorders die onder de bovengenoemde categorieën a tot en met d geacht worden te vallen.

4 Voorbeelden

De Europese richtlijn Marktmisbruik en de toelichting bij artikel 5:58 Wft noemen enkele concrete voorbeelden van praktijken die als marktmanipulatie kunnen worden aangemerkt. Daarnaast heeft de Europese toezichthouderskoepel CESR een lijst opgesteld van praktijken die, onder bepaalde voorwaarden en omstandigheden, door de Europese toezichthouders als marktmanipulatie kunnen worden beschouwd. Deze lijst is niet uitputtend. De hieronder genoemde voorbeelden komen onder meer uit bovengenoemde bronnen.

Voorbeelden van mogelijke marktmanipulatie

a Transacties of orders waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat:

- Het maken van afspraken over hetaangaan van koop- en verkoopovereenkomsten in financiële instrumenten waarbij geen sprake is van verandering in eigendom of marktrisico of waarbij deze worden overgedragen aan samenspannende personen (anders dan repo's en securities lending).
- Nadat instellingen financiële instrumenten uit emissie hebben verkregen, kopen zij deze via de secundaire markt bij om de prijs op te drijven en zodoende de uit emissie verkregen en in de secundaire markt gekochte financiële instrumenten tegen een hogere prijs aan derden te kunnen verkopen.
- Het kopen of verkopen van financiële instrumenten bij het sluiten van de markt om de slotprijs van het relevante financiële instrument te beïnvloeden.
- Het inleggen van een order of orders met een hogere of lagere prijs dan de voorgaande order, waarbij geen intentie bestaat te handelen. Oogmerk van de orders is het geven van een misleidend signaal van vraag naar of aanbod van het specifieke financiële instrument. De betreffende orders worden vervolgens geannuleerd voordat ze uitgevoerd worden.
- Het voorwenden van marktactiviteit door het verrichten van transacties op een publieke handelsfaciliteit waarbij de indruk wordt gewekt van actieve handel in of prijsbeweging van een financieel instrument.

b Transacties of orders om de koers op een kunstmatig prijsniveau te houden of te brengen:

- Het grootschalig kopen of verkopen van een financieel instrument op het expiratietijdstip van een gelieerd derivaat of vice versa.
- Het grootschalig kopen of verkopen van een financieel instrument op het tijdstip waarop een index wordt herwogen terwijl tegelijkertijd al een short of long positie bestaat om te profiteren van de herweging of wijziging in de samenstelling van een index.
- Het grootschalig kopen of verkopen van een financieel instrument bij het sluiten van een maand, kwartaal of andere rapportageperiode, om de prestaties van een portfolio of financieel instrument te verbeteren.

- Het verrichten van handelingen om een kunstmatig prijsniveau tot stand te brengen waarbij andere marktpartijen worden gedwongen om te leveren, levering te aanvaarden of uitstel van levering te vragen om te voldoen aan hun leveringsverplichtingen ten aanzien van een financieel instrument. Deze handelingen worden verricht door een marktpartij die een positie heeft in een financieel instrument en daarbij een significante invloed heeft op de vraag naar, het aanbod van of de leveringsvoorwaarden voor dat financieel instrument of met betrekking tot een afgeleide van dat financieel instrument.
- Het handelen in financiële instrumenten op een markt met als doel het ongeoorloofd beïnvloeden van de prijs van datzelfde of een gerelateerd financieel instrument op een andere markt. Het gaat hierbij om het beïnvloeden van gecorreleerde financiële instrumenten.
- Het consequent voorkomen van een prijsval om te voldoen aan kredietbeoordelingen, bank convenanten of andere dekkingsdoeleinden.
- Het afgeven van onlogische, excessieve of inconsequente bied/laat-prijzen door een intermediair om te profiteren van een gebrek aan concurrentie of liquiditeit.
- Het verwerven van een machtspositie bij het aanbod van of de vraag naar een financieel instrument met als gevolg dat rechtstreeks of middellijk aan- of verkoopprijzen of andere onbillijke transactievoorwaarden kunnen worden opgelegd in hetzelfde of een gelieerd financieel instrument.
- Het gelijktijdig kopen en verkopen van financiële instrumenten door dezelfde persoon, (die dus handelt met zichzelf) op een prijs die afwijkt van de normale handelsbandbreedte, in het bijzonder als die persoon gelijktijdig een positie heeft in een gelieerd financieel instrument (bijvoorbeeld derivaten).

c Transacties of orders met gebruik van bedrog of misleiding:

- Handelingen die erop gericht zijn om het werkelijke eigendom te verhullen zodat enigerlei meldingsplicht wordt ontdoken, vermeden of anderszins geen werkelijk inzicht wordt gegeven in de onderliggende positie in het financieel instrument.
- Het nemen van een long of short positie waarna een vals of misleidend positief dan wel negatief bericht wordt verspreid om vervolgens de positie weer te sluiten.
- Het aangaan van een positie waarbij een meldingsplicht ontstaat om onmiddellijk na bekendmaking deze weer ongedaan te maken.
- Het profiteren van toegang tot de media door een oordeel over een financieel instrument of instelling te verspreiden, terwijl van te voren posities in dit financieel instrument zijn ingenomen, door het effect van dit oordeel op de koers van het financieel instrument, zonder deze belangenverstrengeling openbaar te maken.

d Verspreiden van misleidende of valse informatie

- Het verspreiden van valse of misleidende informatie over een financiële instrument of een vennootschap via een persbericht of het plaatsen van een bericht op een website.
- Het afgeven van misleidende signalen op een andere wijze dan via communicatiemiddelen/media, bijvoorbeeld door het verplaatsen of opslaan van grondstoffen om een valse voorstelling van zaken te geven over de vraag naar of het aanbod van de grondstof.

Voor meer voorbeelden wordt verwezen naar de Voorlichtingsbrochure Manipulatieve Handelspatronen.

5 Rechtvaardiging bij misleidend signaal en kunstmatig prijsniveau

De eerste twee varianten van marktmanipulatie (misleidend signaal en kunstmatig prijsniveau) zien op het effect op de markt van een bepaalde handelswijze en zijn daarmee een gevolgdeldict. Het gaat dan om het onjuiste of misleidende signaal en het kunstmatige prijsniveau dat door de transacties of orders ontstaat. Het is echter mogelijk dat dergelijke transacties onder sommige omstandigheden en condities legitiem of gerechtvaardigd blijken te zijn. Deze uitzondering is in de verbodsbepalingen van artikel 5:58 Wft onder a en b opgenomen als:

"(...)tenzij degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoonst dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende geregementeerde markt."

CESR heeft daarnaast enkele interpretaties genoemd door middel van voorbeelden van praktijken die wellicht incidenteel tot een misleidend signaal of een kunstmatig prijsniveau kunnen leiden, maar die desondanks niet zonder meer als marktmanipulatie dienen te worden gekwalificeerd. Voorbeelden daarvan zijn repo-transacties, het lenen van financiële instrumenten, het geven van aandelen in onderpand en de gebruikelijke legitieme arbitrage transacties.

6 Gebruikelijke marktpraktijken

De minister van Financiën kan op advies van de AFM een specifieke praktijk, die strikt genomen als marktmanipulatie zou kunnen worden aangemerkt, maar die om moverende redenen toch moet worden toegestaan, als gebruikelijke marktpraktijk uitzonderen van het verbod op marktmanipulatie (artikel 4 van het Besluit Marktmissbruik Wft). Voordat een specifieke handelswijze als gebruikelijke marktpraktijk kan worden uitgezonderd, wordt een marktpraktijk getoetst aan specifieke elementen, zoals:

- de mate van transparantie van de praktijk ten opzichte van die van de hele markt;
- de noodzaak om de normale werking van de markt te beschermen;
- de mate waarin liquiditeit en efficiëntie van de markt worden beïnvloed door de praktijk;
- de mate waarin de praktijk het handelsmechanisme van de markt beïnvloedt en in hoeverre overige marktparticipanten hierop tijdig en correct kunnen reageren;
- het risico dat de praktijk oplevert voor de integriteit van de markt.

De AFM is verplicht om de minister van Financiën doorlopend te adviseren over mogelijke gebruikelijke marktpraktijken. Het vaststellen van gebruikelijke marktpraktijken is aan een lidstaat zelf voorbehouden. Gebruikelijke marktpraktijken die in andere landen van de EU zijn vastgesteld gelden niet in Nederland en vice versa. Bij de toetsing aan de hiervoor toegelichte rechtvaardiging is de aanwijzing van een praktijk als een gebruikelijke marktpraktijk niet automatisch van belang. Zie ook artikel 4 en de toelichting daarop van het Besluit Marktmissbruik Wft, waarmee artikel 2, lid 2 van uitvoeringsrichtlijn 2004/72/EG is geïmplementeerd: "De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteit bepaalde praktijken, zoals met name nieuwe of zich ontwikkelende marktpraktijken, niet onaanvaardbaar acht gewoon omdat zij deze praktijken nog niet aanvaard heeft".

Wel zal de AFM bij haar beoordeling van marktmanipulatie rekening houden met de elementen waarop een gebruikelijke marktpraktijk wordt getoetst zoals die hierboven staan vermeld. Een eventueel beroep op bedoelde rechtvaardiging zal de AFM buiten beschouwing laten als de betreffende handelswijze de markt verstoort. Een handelswijze die verstorend werkt, kan immers niet als 'gebruikelijk' worden gezien.

7 Uitzonderingen

Twee praktijken zijn expliciet vrijgesteld van het verbod op marktmanipulatie. Wel moet in die gevallen aan specifieke voorwaarden worden voldaan. Het betreft hier:

- i) het inkopen van eigen aandelen door middel van een terugkoopprogramma en
- ii) koersstabilisatie van een financiële instrument direct na een beursgang.

Deze twee praktijken zijn aan bijzondere algemeen verkrijgbaarstellingverplichtingen gebonden. Ook moeten de transacties zelf aan een aantal voorwaarden voldoen. Deze voorwaarden zijn opgenomen in de Verordening 2273/2003 en hebben betrekking op openbaarmakingverplichtingen, meldingsverplichtingen en voorwaarden die grenzen stellen aan prijs en periode waarin de handelingen plaatsvinden. Het heeft de voorkeur van de AFM dat de openbaarmaking in het kader van de Verordening zal plaatsvinden op de wijze zoals persberichten in het kader van artikel 5:25i lid 1 Wft worden gepubliceerd.

8 Meldplicht verdachte transacties

Beleggingsondernemingen zijn verplicht om verdachte transacties bij de AFM te melden. Dit geldt zowel voor vermeende gevallen van marktmanipulatie als vermoedelijke handel met voorwetenschap. Voor de meldplicht (zie artikel 5:62 Wft, het melden van verdachte transacties) is een aparte brochure beschikbaar. De informatie uit die brochure kan worden gebruikt door beleggingsondernemingen om te bepalen wanneer, hoe en in welke gevallen verdachte transacties moeten worden gemeld.

9 Signalen

De volgende signalen kunnen voor de AFM onder meer aanleiding zijn om een onderzoek in te stellen. Zij kunnen ook worden meegewogen bij de oordeelsvorming als marktmanipulatie wordt geconstateerd:

- De mate waarin de markt wordt verstoord in termen van aantal en omvang van transacties in relatie tot de gangbare omvang van de markt;
- De mate waarin de resulterende volatiliteit en prijs afwijkt van gangbare waarden in de markt;
- De mate waarin de persoon die de handeling verricht een dominante marktpositie heeft, verkrijgt of verliest in het onderhavige financiële instrument;
- De mate waarin de transparantie in de markt nadelig wordt beïnvloed door de handelingen;
- De mate waarin door de handeling het risico/rendementsprofiel van degene die de handeling verricht wordt verbeterd en die van de overige partijen wordt verslechterd gedurende of ten gevolge van de handeling;
- De mate waarin er, naast een eventueel beoogde koerswinst of een te vermijden verlies, nog nevenvoordelen worden nagestreefd of bereikt door het uitvoeren van de handeling.

10 Handhaving

Marktmanipulatie is een misdrijf. Niet alleen kunnen andere beleggers direct financiële schade lijden door marktmanipulatie, maar uiteindelijk kan iedere burger, via 'indirecte beleggingen' in een verzekering of pensioenfonds, schade oplopen. De wetgever heeft daarom marktmanipulatie verboden voor een ieder. De AFM kan in gevallen van marktmanipulatie een last onder dwangsom opleggen om de overtreding te staken of een boete opleggen. Bij ernstige gevallen zal aangifte worden gedaan bij het Openbaar Ministerie. Het overtreden van het verbod op marktmanipulatie is een economisch delict.

Met name van invloedrijke beleggers, grootaandeelhouders en professionele partijen mag voorbeeldgedrag worden verwacht. Door hun omvang en specifieke rol in de markt spelen zij een belangrijke rol bij de totstandkoming van een transparante en rechtmatige markt.

11 Raakvlakken met andere elementen uit de Wft

Verzaking van de verplichtingen tot het publiceren van koersgevoelige informatie kunnen bij de meldingsverplichtingen in het kader van de Wet melding zeggenschap of de openbaarmakingverplichtingen bij het doen van beleggingsaanbevelingen eveneens leiden tot een overtreding van het verbod op marktmanipulatie. Het verzwijgen van relevante feiten in bijvoorbeeld een kwartaalbericht van een uitgevende instelling, of het verzwijgen van een eigen positie bij het doen uitgaan van een beleggingsaanbeveling, is mogelijkwerijs marktmanipulatie. Deze voorbeelden zouden kunnen vallen onder het doen van transacties met gebruik van misleiding of bedrog, dan wel het verspreiden van een misleidend of vals bericht.

12 Toelichting op enkele elementen

'Kunstmatig niveau'

Het begrip 'kunstmatig niveau' verdient een extra toelichting. Dit begrip is moeilijk te interpreteren en is als zodanig lastig te hanteren.

De Memorie van Toelichting bij de Wet marktmisbruik spreekt van een kunstmatig prijsniveau indien:

- (1) deze kunstmatig tot stand is gekomen, buiten de normale vraag en aanbod verhoudingen en
- (2) deze geen reële afspiegeling vormt van de daadwerkelijke financiële en economische omstandigheden van het onderhavige financiële instrument of de uitgevende instelling.

Het is geenszins het geval dat koersmanipulatie die geen abnormale koersniveaus tot stand brengt geoorloofd zou kunnen zijn. Het wetsartikel spreekt van een intentie ('teneinde') om de koers op een kunstmatig niveau te houden of te krijgen. Het gaat dus niet uitsluitend om de uiteindelijk gerealiseerde prijs, maar ook om de aard en intentie van de handeling. Het is dus niet louter de prijs van een financieel instrument ten opzichte van enige andere prijs die bepalend is of hij kunstmatig is, maar ook de manier waarop vraag en aanbod tot stand zijn gekomen.

De mate waarin deze prijs afwijkt van enig gemiddelde is uitsluitend relevant voor een eventuele aanvullende bevestiging of ontkrachting van het vermoeden van manipulatie en als aspect bij de bepaling van de zwaarte van eventuele (straf)maatregelen. Ook kan een prijs die sterk afwijkt van gangbare waarden een signaal zijn van mogelijke marktmanipulatie. Een stabiele koers kan echter ook kunstmatig zijn, bijvoorbeeld na slecht nieuws, of om aan de voorwaarden van een converteerbare obligatie te voldoen.

'Misleidend signaal'

Hetzelfde principe geldt voor de term misleidend signaal. Of een signaal misleidend is wordt niet uitsluitend bepaald door te kijken naar de aard van het signaal of hoe dit mogelijkwerwijs door de gemiddelde belegger wordt ervaren. Het kan ook volgen uit de aard en intentie van de handeling waardoor het signaal tot stand is gekomen.

De rol van bijzondere marktparticipanten

Marketmakers, liquidity providers, grootaandeelhouders en uitgevende instellingen van bijvoorbeeld warrants en structured notes hebben een bijzondere

rol. Hun verantwoordelijkheid is mede het toevoegen van liquiditeit. Tegelijkertijd betekent hun positie dat ze de facto in veel gevallen een specifieke markt domineren. Vanwege hun (dominante) marktpositie zullen ze zich soms terughoudend moeten opstellen. Daar staat tegenover dat ze in voorkomende gevallen door marktontwikkelingen kunnen worden gedwongen om aan hun bijzondere verplichtingen te kunnen voldoen om handelingen te verrichten die op het eerste oog zouden kunnen worden gezien als marktmanipulatie, maar niet als zodanig kunnen en moeten worden aangemerkt om de markt goed te laten functioneren.

De rol van 'tijd'

De duur speelt bij marktmanipulatie geen rol. De markt kan zowel langdurig als slechts in luttele seconden worden gemanipuleerd. Hoe lang een specifieke prijs op een kunstmatig niveau gehouden wordt of hoe lang beleggers misleid worden speelt dan ook geen rol bij het bepalen of sprake is van marktmanipulatie.

Handeling versus 'transactie' versus 'strategie'

Marktmanipulatie wordt niet gedefinieerd als een enkele transactie of order. Het gaat om een handeling, gedefinieerd als een enkele of meerdere transacties of orders, al dan niet gecombineerd met ander gedrag buiten de transactie om. Dit andere gedrag kan het verspreiden van nieuws zijn, het al of niet melden van een belang et cetera. Het gaat om het totaal aan handelingen dat gezamenlijk een strategie tot marktmanipulatie vormt. Of en met welke transactie(s) uiteindelijk winst of verliesmijding of andersoortig voordeel wordt bereikt is daarbij niet relevant. Een partij die, opererend vanuit London, in Nederland een vals bericht verspreidt om op de Duitse beurs voordeel te behalen, is dan ook strafbaar in Nederland.

Het begrip 'markt'

Met het woord markt wordt in deze brochure niet één specifiek technisch of juridisch handelsplatform bedoeld. Markt staat hier voor het bijeenkomen van vraag en aanbod, ongeacht of dit op één of meer platforms plaatsvindt.

'Grootschalig'

Diverse voorbeelden spreken over het 'grootschalig' kopen of verkopen'. Wat grootschalig is kan niet altijd van tevoren worden bepaald; dit wordt bepaald door de omvang van de handelingen ten opzichte van de totale markt op het tijdstip van of gedurende de handelingen. Daarnaast hebben sommige marktparticipanten, zoals liquidity providers en market makers, een rol die ze dwingt tot het grootschalig kopen of verkopen van financiële instrumenten. Er wordt gesproken van grootschalig als ten tijde van de handeling de prijs of onbillijke transactievoorwaarden exclusief kunnen worden bepaald of opgelegd aan andere marktparticipanten.

De rol van eerder vastgelegd beleggings- of risicobeheersingbeleid

Een vooraf vastgelegd beleggingsbeleid, risicobeheersingbeleid of beleggingsmandaat kan bijvoorbeeld een vermogensbeheerder dwingen tot het doen van handelingen die strikt genomen als marktmanipulatie kunnen worden aangemerkt. In dergelijke gevallen kan vaak worden gesproken over een legitieme reden. De handeling wordt dan mogelijk niet aangemerkt als marktmanipulatie.

Dit neemt niet weg dat beleggingsondernemingen bij het bepalen van dergelijk beleid of het afsluiten van nieuwe beleggingsmandaten worden geacht zich te houden aan de regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten (zoals opgenomen in Hoofdstuk 5.4 van de Wft) en marktmanipulatie moeten mijden. Daarnaast kan een dergelijk beleid of mandaat nooit een vrijbrief zijn om ongestraft marktmanipulatie te bedrijven; het beleid of mandaat zelf mag er niet op gericht zijn om marktmanipulatie toe te staan.

13 Verdere vragen?

De afdeling Toezicht Effectenmarkten en Financiële Infrastructuur van de AFM is het aanspreekpunt voor instellingen met betrekking tot vragen over marktmanipulatie. Meer informatie is te vinden op www.afm.nl onder 'Marktmisbruik'.

Voor vragen en advies kunt u een e-mail sturen naar marketsupervision@afm.nl. of contact opnemen met de afdeling, telefoon nummer: +31 (0) 20 797 3777.

Wij wijzen u erop dat telefoongesprekken met de afdeling Toezicht Effectenmarkten en Financiële Infrastructuur kunnen worden opgenomen voor toezichtdoeleinden.

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. 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 brochure.

Amsterdam, februari 2010