

Voorkennis en marktmanipulatie

Verstopperij spelen met computers

Bestrijding van voorkennishandel en koersmanipulatie is voor toezichthouders als SEC en AFM een beleidsprioriteit. Fusiegolven gecombineerd met steeds slimmere computerprogramma's creëren een vruchtbaar speelveld voor kwaadwilligen. Bij de opsporing gebruiken toezichthouders verwante software. Hoe werkt het, is het te bewijzen, en hebben ook accountants hier een rol?

BERT BAKKER

It takes a thief to catch a thief. Aan dat spreekwoord moeten ze bij de Britse beurswaakhond FSA (Financial Services Authority) hebben gedacht toen ze afgelopen zomer beslisten om hun nieuwe software voor het signaleren van marktmanipulatie en handel met voorkennis, te kopen bij een bedrijf dat groot werd met handelsprogrammatuur voor onder meer hedge-fondsen. Ongeveer zoals makers van antivirussoftware hun beste breinen recrutereren uit het hackers-wereldje. Het bedrijf dat de prestigieuze FSA-opdracht binnensleepte, Progress Software, ontwikkelde een product genaamd Apama dat complexe dynamische databestanden - bestaande uit getallenreeksen en nieuwsfeiten - analyseert, en bij bepaalde combinaties waarschuwingen afgeeft (*alerts*). Niet alleen in retrospectief maar ook *real time*. In het jargon heet dit: *event processing*. Traders op de beurs laten zich bij de uitvoering van hun gekozen handelsstrategie bijstaan door software die de koers- en nieuwsontwikkeling volgt, en tot actie overgaat als zich een specifiek patroon voordoet

waarin die handelaar is geïnteresseerd. Een explosief groeiend aantal handelaren werkt inmiddels op deze manier. Ze worden *algo traders* genoemd; kort voor *algorithm traders*. Dat toezichthouders zich bedienen van vergelijkbaar gereedschap is dus niet moeilijk te begrijpen.

Fusiegolf


De Britse FSA is niet de enige toezichthouder die bezig is een nieuw geautomatiseerd *market surveillance*-systeem te installeren. Ook onze eigen Autoriteit Financiële Markten (AFM) opende onlangs een aanbestedingsprocedure, waarbij IT-consultants en softwareontwikkelaars worden uitgenodigd hun eigen detectie-systeem voor marktmissbruik te offeren. De onmiddellijke aanleiding voor toezichthouders om hun opsporingsmethodieken snel te moderniseren lijkt evident. De laatste twee, drie jaar was er op de beurzen wereldwijd sprake van een explosief groeiende fusie- en overnameactiviteit. De speculaties over pogingen om bedrijven op te kopen, en situaties waarin een biddingsstrijd ontstond,

leidden tot forse koersschommelingen. Ideale omstandigheden dus voor degenen die wisten wat er te gebeuren stond (voorkennis), of voor wie in staat was de markt te laten geloven dat er iets in de lucht hing (marktmanipulatie).

Prioriteit SEC

Afgelopen mei publiceerde het Britse weekblad *The Economist* een artikel dat repte van *the return of insider dealing*. Beursinformatieverkoper Bloomberg had vastgesteld dat bij de

FOTO: CORBIS



Bij de zeventien grootste overnames in een jaar in Amerika, was het handelsvolume in opties op aandelen van de desbetreffende ondernemingen in de drie dagen voor de bekendmaking drie keer hoger dan gemiddeld.

zeventien grootste overnames in het voorafgaande jaar in Amerika, het handelsvolume in opties op aandelen van de desbetreffende ondernemingen in de drie dagen voorafgaand aan de bekendmaking daarvan drie keer hoger had gelegen dan gemiddeld. Evidente aanwijzingen dus dat mensen die door hun functie - of door toeval - op de hoogte waren van de op handen zijnde deals, via de optiemarkt hebben gepoogd van hun voorkennis te profiteren.

In het stuk werden twee gevallen genoemd. Eén van een echtpaar uit Hong Kong dat kennelijk vroegtijdig iets wist over het bod van Rupert Murdoch's NewsCorp op Dow Jones en daar acht miljoen dollar aan verdiende. En het geval van een voormalige werknemer van Credit Suisse die een contact in Pakistan had getipt om posities in te nemen in bedrijven waarvan hij door zijn juist opgezegde baan wist dat daar een bod op zou worden gedaan. De Amerikaanse beurs-

toezichthouder SEC kwam beide gevallen op het spoor en heeft inmiddels aangekondigd dat het detecteren van handel met voorkennis een beleidsprioriteit gaat worden.

Nederlandse cases

Ook in Nederland komen dergelijke zaken voor. Heel recent nog leek er sprake te zijn van insider dealing in het aandeel Hagemeyer, want in de eerste week van oktober 2007 begon de koers fors op te lopen terwijl pas later ►

De SEC heeft aangekondigd dat het detecteren van handel met voorkennis een beleidsprioriteit gaat worden.

Bart Schouw (Progress):
‘Als je weet dat een programma van een beleggingsfonds stukken begint te verkopen zodra er een bepaald transactievolume is, kan iemand dat volume kunstmatig creëren.’

bleek dat het Franse Sonepar en Rexel een bod op het handelshuis deed. Een maand eerder ging de koers van Boskalis hard omhoog, net voordat het nieuws over een grote order bekend werd gemaakt. En in juli 2007 trok de koers van Numico op de dag voor het knock-out bod van Danone sterk aan om redenen die op dat moment onverklaarbaar waren. Maar een direct verband met recente marktontwikkelingen wil Paul-Willem van Gerwen, hoofd van de afdeling Securities Market Surveillance van de AFM - tot eind 2007 nog samen met de vertrekkende Akkie Lansberg - niet leggen. Hij noemt een heel andere reden om het nog maar twee jaar geleden gelanceerde marktmonitoringsysteem grondig op de schop te nemen: “Per 1 november 2007 wordt in alle EU-lidstaten de richtlijn MiFID (Markets in Financial Instruments Directive, red.) van kracht, een onderdeel van het Financial Services Action Plan. Eén van de doelen daarvan is dat beleggers bij hun koop- en verkooptransacties behalve transparantie en efficiency ook best execution gegarandeerd kan worden, ongeacht of die via de officiële beurs of een ander handelsplatform wordt uitgevoerd.”

Paul-Willem van Gerwen (AFM): ‘Ook door de introductie van MiFID krijgen we meer data ter beoordeling binnen.’

‘Voor we onze systemen kunnen aansluiten op die van de Amerikaanse SEC, zijn we wel een paar jaar verder.’

Accountant en marktmisbruik

Gezien hun alomtegenwoordigheid in het bedrijfsleven zou je verwachten dat accountants een belangrijke bron van signalen voor de AFM zijn. Bovendien hebben accountants onder de richtlijnen van ‘Tabaksblad’ een paar specifieke, aan misbruikdetectie gelieerde taken. Zo letten ze, als onderdeel van een controle van de jaarrekening, op een correcte naleving van de regels voor inkoop van eigen aandelen en voor het handelen door bestuurders in aandelen van het bedrijf dat ze leiden – denk aan de inachtneming van open en gesloten periodes. Ook horen accountants zich een oordeel te vormen over de vraag of compliance officers van voldoende kaliber zijn en voldoende onafhankelijk in de organisatiestructuur gepositioneerd. En ook de manier van werken van de administratieve organisatie en interne controle wordt door de controlerend accountant bekeken. Desondanks zijn accountants voor toezichthouder AFM - althans zolang MiFID en WTK nog niet volop van kracht zijn - niet de belangrijkste bron van informatie.

Philip Wallage, partner bij KPMG en hoogleraar accountantscontrole aan de Universiteit van Amsterdam met een speciale belangstelling voor corporate governance, vindt dat niet zo vreemd. “Het ligt niet zo voor de hand dat een accountant bij zijn normale controlewerk van de jaarrekening stuit op praktijken die marktmisbruik suggereren. Het betreft een ander object van onderzoek. De accountant maakt dan ook geen gebruik van specifieke programmatuur om marktmisbruik boven water te krijgen. Dat neemt natuurlijk niet weg dat als hij iets tegenkomt, hij dat met directie en commissarissen zal bespreken en eventueel in de toelichting op de jaarrekening zal melden.” Een andere situatie is het volgens Wallage wanneer directie en commissarissen de accountant speciaal opdracht geven om een onderzoek te doen naar de opzet van de compliance-functie en daaraan gerelateerde interne beheersingsmaatregelen binnen de organisatie. Wallage: “Bij opdrachten tot dergelijk onderzoek kunnen leemten in de beheersingsorganisatie boven water komen.” Wallages opmerkingen maken wel duidelijk dat als accountants al ongerechtigheden op hun pad tegenkomen, ze dat primair aan hun opdrachtgever melden, en eventueel in tweede instantie pas aan de toezichthouder.

Van monitoring via signaal naar onderzoek

Een monitoringstelsel zoals gebruikt door de AFM is fysiek voor te stellen als een zaal waar zeven à acht mensen op enkele tientallen computerschermen non-stop de beursontwikkelingen volgen, en dat voortdurend alerts genereert. Op een van die schermen licht een cijfer dan op in een kleur die een bepaalde betekenis heeft. Een alert krijgt de status van ‘signaal’ wanneer, nadat er een paar checks zijn gedaan - een telefoontje naar de desbetreffende onderneming of de bank die de order inlegden - geen bevredigende verklaring wordt gevonden. Dat ‘signaal’ wordt dan voor nadere analyse overgedragen aan de AFM-afdeling ‘Onderzoek’. Overigens is deze systematiek bij het volgen van heel grote beursfondsen zoals Royal Dutch, ING of Unilever niet anders dan bij smallcap-fondsen, waar de transactievolumes laag zijn en een ordertje van tienduizend euro de koers soms al kan beïnvloeden.

Meer dan Euronext

Die toevoeging over alternatieve handelsplatforms is vanuit het perspectief van marktmonitoring essentieel. Binnenkort namelijk moeten naast de stromen transactiegegevens van alle officiële beurzen in de EU, ook die van concurrerende Multilateral Trading Facilities (MTF's), waaronder inhouse effectenclearings van banken en de steeds

belangrijker worden handelsplatforms van bankcombinaties, op uniforme wijze bij de toezichthouders worden aangeleverd. Van Gerwen: “Tot nog toe hadden we als AFM alleen te maken met gegevens van Euronext. Het nieuwe systeem moet meer en ook andere gegevens kunnen verwerken en die bovendien kunnen uitwisselen met databestanden van collega-toezichthouders van EU-landen.”

Negentig procent van alle beursorders wordt inmiddels door computerprogramma's gegenereerd.



FOTO: MARIA BROUWER

Greep uit enkele Nederlandse dossiers

1994: Joep van den Nieuwenhuizen, 'bedrijvendokter', bestuursvoorzitter Begemann Groep, wordt verdacht van handel met voorkennis in aandelen HCS. Veroordeling wordt in hoger beroep in vrijspraak omgezet. Werd in oktober 2007 opnieuw gearresteerd, nu wegens verdenking van faillissementfraude.

1997: De echtgenote van Louis de Bièvre, bestuurder ABN AMRO, handelde met voorkennis gebaseerd op uitlatingen van haar man. De Bièvre moet functie neerleggen. Echtgenote veroordeeld tot boete.

1997 Onderzoek Operatie Clickfonds. Spilfiguren Adri Strating, Eddy Swaab, Dirk de Groot. Verdenking van marktmanipulatie (frontrunning) Probleem bleek onder meer dat bij het OM de kennis van zaken over de beleggingspraktijk ernstig tekort schoot. Hoofdverdachte Swaab werd ten slotte veroordeeld in 2002, maar verblijft in Zwitserland en wordt niet uitgeleverd.

2002 Willem Burgers, beheerder van Bank Kempen & Co's Orange Fund (smallcap beleggingsfonds) wordt aangehouden wegens handel met voorkennis in aandelen Landis en Ring Rosa. In feite gaat het om koersmanipulatie, hetgeen op dat moment nog niet strafbaar is. Einde 2004 oordeelt de rechtbank hem schuldig, en legt een voorwaardelijke gevangenisstraf op. Landis-bestuursvoorzitter Paul Kuiken, die Burgers verzocht de koers te steunen, krijgt drie maanden celstraf.

2002: Ed Maas, bestuursvoorzitter vastgoedfonds VHS wordt in de gaten gehouden wegens manipulatie in samenwerking met Staal Bankiers. Volgens Maas moesten transacties slechts uitschieters dempen in de koers van VHS, waarin weinig wordt gehandeld. In 2004 aangifte door AFM wegens handel met voorkennis. Maas haalt VHS daarna van de beurs. Onderzoek nog hangende.

2005: Speculant verspreidt fake bericht dat Deutsche Telecom Versatel wil overnemen. Waarop koers omhoogspringt. Poging tot marktmanipulatie. Weinig later koopt Zweedse Tele2 Versatel alsnog.

Handelsstrategie of marktmanipulatie?

De grens tussen handelsstrategie en marktmanipulatie is soms lastig te trekken. Een serieuze poging om die vast te leggen is pas gedaan sinds de Wet Marktmissbruik, voortkomend uit Europese regelgeving die op 1 oktober 2005 van kracht werd. Dat was ook het moment waarop de afdeling Securities Market Surveillance bij de AFM de markt actief begon te monitoren.

Van marktmanipulatie kan worden gesproken als er sprake is van een van de volgende vier situaties:

- Er worden transacties of orders verricht
 - waarvan mogelijk een onjuist signaal uitgaat;
 - teneinde de koers op een kunstmatig niveau te houden;
 - waarbij gebruik gemaakt wordt van bedrog of misleiding.
- Er wordt informatie verspreid waarvan mogelijk een onjuist of misleidend signaal uitgaat.

Ongetwijfeld zal dat motief ook voor de Britse FSA, die toezicht houdt op een niet Euronext-aangesloten beurs, een rol hebben gespeeld om in nieuwe software te investeren.

Van Gerwen denkt niet dat de systematiek van het real time en 'terugkijkend' analyseren van marktgegevens met nieuwe programma-tuur wezenlijk anders zal zijn: "Het komt

steeds op dezelfde dingen neer: je zoekt op de grafieken van de verschillende fondsen naar belangrijke, relatieve koersbewegingen - ook in verhouding tot de markt als geheel - die je niet kunt verklaren op basis van informatie die voor iedereen beschikbaar is." Ook wires, jargon voor nieuws van Bloomberg, Dow Jones, Reuters en andere openbare bronnen, worden dus scherp gevolgd.

Philip Wallage (KPMG):
'Het ligt niet zo voor de hand dat een accountant bij zijn normale controlewerk stuit op praktijken die marktmisbruik suggereren.'

'Waterlijn'

Naast de koersen worden ook de handelsvolumes op die manier gemonitord en geanalyseerd, vertelt Van Gerwen. En er wordt onder de waterlijn gezocht: vreemde veranderingen in het orderboek - dat iedere belegger overigens kan inzien - kunnen veelzeggend zijn. "Als een partij bijvoorbeeld een grote, gelimiteerde kooporder in dat bidboek plaatst - gelimiteerd betekent dat die mag pas mag worden uitgevoerd wordt als de koers bepaald prijsniveau heeft bereikt - dan zal de markt al op die grote order anticiperen. Maar als die order plotse-ling weer wordt ingetrokken, dan kan dat erop duiden dat iemand daarmee andere partijen op het verkeerde been heeft willen zetten. Dat zou dan een poging tot marktmanipulatie zijn."

Van Gerwen is ook commissaris Handelsbesluiten, en daarmee bevoegd om onmiddellijk, zondig zonder ruggespraak met het AFM-bestuur, de handel in een bepaald fonds stil te leggen of zelfs te laten terugdraaien. Dat laatste is sinds oktober 2005 overigens slechts twee maal voorgekomen. ►



FOTO: SIMONE VAN ES

Paul-Willem van Gerwen (AFM): 'Binnenkort moeten naast de transactiegegevens van alle officiële beurzen in de EU, ook die van concurrerende Multilateral Trading Facilities op uniforme wijze bij de toezichthouders worden aangeleverd.'

Detective-achtig

Meestal gaat de AFM-afdeling 'Onderzoek' dus met die 'signalen' aan de slag. Dan begint het meer serieuze detective-achtige werk dat in stilte plaatsvindt. Van Gerwen: "Collega's van die afdeling ontdekten ooit dat een aantal particuliere beleggers die tegelijkertijd actief in een aandeel hadden gehandeld, elkaar kenden en met een opzetje bezig waren geweest. Door geduldig spitwerk ontdekten ze dat alle betrokkenen maandelijks een zeker bedrag overboekten naar het Foster Parents Plan voor hetzelfde fosterkind."

Dat beantwoordt dus ook de vraag hoe de toezichthouder kan weten of iemand door een goede beleggingsvisie een grote winst op een belegging boekte, of dankzij voorkennis. De afdeling Onderzoek kan zijn eigen gegevens overleggen aan de Fiod - ECD en eventueel aan het Openbaar Ministerie, die beide over ruimere opsporingsbevoegdheden beschikken. Van Gerwen: "Als een fortuinlijke belegging van een particulier er één is in een breed samengestelde portefeuille waarin regelmatig wordt gemuteerd, geeft dat minder aanleiding tot verdenking dan wanneer



FOTO: MARIA BROUWER

Algorithm traders: kinderen van veroorzakers krach '87

Bij hedgefondsen, maar ook bij andere financiële instellingen, zoals banken, pensioenfondsen en vermogensbeheerders, werken steeds meer zogeheten *algo traders*: handelaren en arbitrageanten die gebruikmaken van zogeheten algorithm trading-programma's. Dat zijn rekenprogramma's die real time de koersbewegingen en de omzetvolumes volgen, plus het relevante in cijfers uit te drukken nieuws, en waarschuwen als ze bepaalde algoritmische patronen herkennen. Daar kunnen dan weer koop- of verkoopstrategieën aan worden gekoppeld. Algo trading is eigenlijk de opvolger - maar dan veel meer *sophisticated* - van het fenomeen program trading, dat al ruim twintig jaar geleden populair werd en medeverantwoordelijk was voor de beurskrach van 19 oktober 1987. Handelaren hadden hun computers opdrachten gegeven in de geest van: 'Als de koers van General Electric binnen een dag meer dan drie procent daalt, verkoop dan twintig procent van de uitstaande positie in GE.' Omdat heel veel handelaren dergelijke programma's hadden lopen, en de techniek nog niet zover was dat men die opdrachten ook een voorwaardelijk karakter kon geven, versterkte program-trading de neerwaartse dynamiek op de beurs. De koersen kelderden en de Dow Jones Industrials Index zakte van 2.247 naar 1.739 - minus 22 procent op één dag. De verfijningen in het computergestuurd handelen zitten er onder meer in dat de parameters zo kunnen worden ingesteld dat er meer kleinere orders worden gegeven, waardoor ook het effect van eerdere orders op de koers steeds meegenomen worden. Bovendien hebben de beursorganisaties zelf programmatuur staan die zorgt dat als een koers binnen een korte periode met meer dan x procent stijgt of daalt, de handel voor een paar minuten wordt stilgelegd.

iemand die bijna nooit belegt, plotseling veel geld in een heel specifiek fonds steekt." Overigens kan natuurlijk ook informatie uit een andere bron dan de detectiesoftware bruikbare signalen opleveren. Bankiers en vermogensbeheerders, maar ook gewone burgers (en accountants, zie kader) kunnen 'verdachte' zaken bij de AFM melden, spontaan of voortvloeiend uit hun meldingsplicht.

'Algo-trading'

Een complicerende factor is voor alle bezoekers dat het karakter van de beurshandel de laatste jaren sterk is veranderd, ook los van het toegenomen aantal overname- of buy-out-situaties die ruimere 'kansen' voor marktmisbruik schiepen. En die verandering is, interessant genoeg, een gevolg van de sterke toename van het genoemde *algo trading*.

Bart Schouw, verantwoordelijk voor *business development* bij de Nederlandse vestiging van softwarehuis Progress, dat het *event processing*-product Apama aanbiedt aan zowel traders als toezichthouders, zegt dat de beschikbaarheid van die software de manier waarop beleggers kopen en verkopen veranderde.

"Ga maar na: als een pensioenfonds met een groot belang in onderneming X, dat belang wil halveren, zal het dat pakket niet in een keer op de markt gooien, want dan keldert de koers. Men gebruikt dus een algo trading-programma dat zó is geïnstrueerd dat er telkens als de koers oploopt tot boven een bepaald niveau en bij een bepaald minimaal omzetvolume, een pakketje wordt aangeboden. Omdat alle grote beleggers nu zo werken, is het aantal transacties enorm gegroeid, terwijl de gemiddelde ordergrootte daalde. Dat maakt de marktmisbruikdetectie er niet simpeler op."

Volgens recente schattingen wordt inmiddels negentig procent van alle beursorders door computerprogramma's gegenereerd.

Marktmanipulatie

Het verbaast dus nauwelijks dat marktspelers in de markt die globaal weten hoe algo trading-programma's werken, proberen daarvan gebruik te maken. Schouw: "Als je weet dat een programma van een beleggingsfonds stukken begint te verkopen zodra er een bepaald transactievolume in de markt is, kan

Wet Marktmissbruik heeft effect, maar er moet hard voor worden gewerkt

In maart 2007 publiceerde de Autoriteit Financiële Markten een rapport waarin een tussenbalans werd opgemaakt van het effect van de Wet Marktmissbruik (1 oktober 2005). In 'Ruim een jaar toezicht op marktmissbruik' valt te lezen dat de markt goed heeft gereageerd op de intensievere monitoring. Vaker dan voorheen laten bedrijven een persbericht uitgaan als er koersgevoelig nieuws is. Het bleek allengs minder vaak nodig dat de AFM bij bedrijven opheldering moest vragen. En gedurende de eerste vijftien maanden daalde ook geleidelijk de behoefte bij bedrijven en beleggers aan toelichting op nieuwe regels. Ook is evident tot marktpartijen doorgedrongen dat er iemand over hun schouder meekijkt.

Anderzijds blijkt uit eigen statistiek van de AFM wel hoe weinig van alle 'visjes' die in het net van het signaleringsstelsel worden gevangen, er uiteindelijk in de pan terechtkomen.

Sinds de start van Security Market Surveillance zijn er per maand gemiddeld twintig tot vijftig alerts geweest, in vijftien maanden dus driehonderd tot 750. Dat leidde tot 104 signalen, schrijft de AFM, waarvan 85 procent handel met voorkennis betrof en vijftien procent marktmanipulatie. Die signalen leidden in de verslagperiode tot veertien aangiftes en vier boetedossiers.

De statistiek van de Meldingsplicht (voorheen 'Klikplicht') voor banken en beleggingsinstellingen die in hun dagelijkse werk tegen verdachte transacties aanlopen, laat een vergelijkbaar beeld zien.

Tussen 1 oktober 2005 en 31 december 2006 kreeg de AFM 45 van zulke meldingen binnen (43 voorkennis, twee marktmanipulatie). Die 45 meldingen gaven aanleiding tot dertig onderzoeken. Daaruit kwamen drie aangiftes voort, zeven onderzoeken lopen nog, en twintig zijn er zonder gevolg afgesloten.

Opmerkelijk is dat waar de markontwikkeling - algo trading - het aannemelijk maakt dat marktmanipulatie meer zal voorkomen, dat niet blijkt uit deze cijfers. Dus óf de toezichthouder mist het meeste van wat marktmanipulanten in hun schild voeren, ofwel monitoring werkt preventief en is daardoor extreem effectief.

'Of de toezichthouder mist het meeste, of de monitoring werkt preventief.'

iemand dat volume kunstmatig creëren door met een vriendje af te spreken dat hij een pakket aandelen van een bepaalde omvang, tegen een zekere prijs op een exact tijdstip op de markt zal gooien. Tegelijkertijd plaatst dat vriendje dan een kooporder met dezelfde kenmerken. Die transactie wordt later teruggedraaid, maar ze hebben daarmee wel het verkoopprogramma van dat beleggingsfonds getriggered, wat de koers onder druk zet. Dat helpt dus als jij op dat moment wilt kopen. Het trucje uit dit voorbeeld heet *one-two-three-go!* of ook wel *wash-trade*. En zo zijn er meer schema's. Maar het zijn vormen van marktmanipulatie met patronen die de toezichthouder wel moet kunnen herkennen om er tegen te kunnen optreden."

Laatste trucs

Schouw roept een beeld op van een markt waarin softwareprogramma van diverse marktpartijen verstoppertje met elkaar spelen, terwijl de toezichthouder maar moet zien hoe hij de laatste trucs bijhoudt. In sommige gevallen zal zich bovendien de vraag opdringen of iets een legale en legitieme

handelsstrategie is, of marktmanipulatie. Dat het rechtsgevoel bij verschillende partijen een uiteenlopende kant op wijst, blijkt onder meer uit het feit dat het Amsterdamse handelshuis IMC een door de AFM opgelegde boete nu voor de rechter aanvecht. IMC was actief in het aandeel Wereldhave en gebruikte kennis over het koersniveau waarbij het softwareprogramma van een andere marktpartij - ABN AMRO - tot verkopen zouden worden getriggered. Marktbewaker Van Gerwen: "Feit is dat we, ook door de introductie van MiFID, meer data ter beoordeling binnenkrijgen. Het werkveld wordt breder, maar onze bevoegdheden worden ook ruimer. Als het bijhouden van marktonwikkelingen lastig is, is dat in mijn ervaring vooral omdat marktpartijen wereldwijd kunnen opereren, terwijl toezichthouders aan landsgrenzen gebonden zijn. Daarom is die samenwerking tussen Europese toezichthouders ook zo belangrijk. Maar voor we onze systemen ook kunnen aansluiten op die van de Amerikaanse SEC, zijn we wel een paar jaar verder." Over de onduidelijke grens tussen manipulatie en legitieme strategie zegt Van Gerwen: "Dat



FOTO: CORNIS

Signaleren is één, bewijzen en veroordelen iets anders

Probleem bij het opsporen en vervolgen van handel met voorkennis of marktmanipulatie is het rond krijgen van het bewijs, en daarmee samenhangend de traagheid van juridische procedures. Een van de bekendste voorbeelden daarvan is de casus Cor Boonstra.

In maart 2000 koopt Boonstra, dan nog bestuursvoorzitter van Philips, een pakket aandelen Endemol. Weinig dagen later wordt bekend dat Telefonica een bod op Endemol doet, wat de koers scherp doet stijgen. Boonstra wordt verdacht voor handel met voorkennis omdat hij dan nog zou samenwonen met Sylvia Tóth die op dat moment commissaris was bij Endemol en wist van het ophanden zijnde bod.

Boonstra ontkent dat hij via Tóth aan koersgevoelige informatie was gekomen. "Het was geen voorkennis, het was kennis", zo verdedigde hij zich. Na de overname van Time Warner door AOL rekende menigeen al met een mogelijke overname van Endemol. In 2003 kwam Boonstra's zaak voor de rechter, waar tegelijkertijd de kwestie behandeld werd van Boonstra's handel in aandelen Ahold - waar hij zelf commissaris was - zonder die transacties conform de regels te melden.

Hij wordt in beide zaken veroordeeld. Boonstra gaat echter in hoger beroep, waar de rechter beslist dat voor de handel met voorkennis te weinig bewijs is en spreek hem vrij. Voor het niet melden van transacties in aandelen Ahold krijgt wordt de eerder opgelegde boete van 135.000 euro bestendigd.

vind ik toch minder ingewikkeld. Natuurlijk moet zich nog jurisprudentie ontwikkelen. Maar meestal is echt wel duidelijk of een partij transacties doet omdat hij werkelijk zijn positie wil vergroten danwel verkleinen, of puur omdat hij de markt met schijnmanoeuvres op het verkeerde been wil zetten. Het succes waarmee je zulke acties kunt vervolgen is dan vooral een kwestie van bewijsbaarheid." ■