



**DEZE BESLISSING WERD GEANONIMISEERD WEGENS HET  
TIJDSVERLOOP SINDS DE DATUM VAN DE BESLISSING**

**BESLISSING D.D. 5 DECEMBER 2006 INZAKE MARKTMANIPULATIE**  
**TEN AANZIEN VAN DE HEREN**  
**X, Y EN Z**

**Het directiecomité van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (hierna “de CBFA”),**

Gelet op de artikelen 70 tot 72 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (hierna “de wet”);

Gelet op artikel 25, § 1, van de wet;

Gelet op de beslissing van het directiecomité van 27 juli 2004, overgemaakt bij brief van 28 juli 2004, om de secretaris-generaal overeenkomstig artikel 70, § 1, van de wet te gelasten om in zijn hoedanigheid van auditeur een onderzoek te voeren, ten laste en ten gunste, aangaande de verrichtingen uitgevoerd sinds 1 juni 2003 in de effecten A;

Gelet op de brieven van 10 mei 2006, waarbij de auditeur de heren X, Y en Z overeenkomstig artikel 71, § 1, van de wet heeft ingelicht over het bestaan van een onderzoek, met aanduiding van de praktijk die het voorwerp van het onderzoek uitmaakt, en heeft opgeroepen om hen toe te laten hun bemerkingen mee te delen;

Gelet op het verslag van de auditeur, dat in bijlage bij zijn brief van 6 juli 2006 overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet werd overgemaakt aan het directiecomité;

Gelet op de brieven van 6 juli 2006, waarbij de auditeur de heren X, Y en Z overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet heeft ingelicht over het feit dat hij op die dag zijn bevindingen had overgemaakt aan het directiecomité en heeft uitgenodigd om op de zetel van de CBFA kennis te komen nemen van het dossier dat werd samengesteld in het kader van zijn onderzoek;

Gelet op gezamenlijke memorie van verweer van de heren X, Y en Z, die bij brief van 6 oktober 2006 aan de voorzitter van het directiecomité werd overgemaakt;

Gelet op het feit dat het directiecomité de heren X, Y en Z, bijgestaan door hun raadslieden, op hun vraag op 13 oktober 2006 heeft gehoord overeenkomstig artikel 71, § 2, tweede lid, van de wet;

## **I. Feiten**

Overwegende dat de feiten in deze zaak als volgt kunnen worden omschreven:

**1.** In de periode waarin de betrokken transacties plaatsvonden, van 1 juni 2003 tot 30 juni 2004, noteerden de aandelen van de vennootschap A op de continuummarkt van de Eerste Markt van Euronext Brussels.

**2.** In die periode bekleedde de heer X geen bestuursfunctie bij A, maar werkte hij voor een dochteronderneming van A [...]. Hij is een zoon van de heer Y, de oprichter van A die in de betrokken periode (rechtstreeks of als vaste vertegenwoordiger van een vennootschap) voorzitter van de raad van bestuur en gedelegeerd bestuurder, alsook een belangrijke aandeelhouder, van A was. De heer Z is de broer van de heer X en was in de betrokken periode (rechtstreeks of als vaste vertegenwoordiger van een vennootschap) lid van de raad van bestuur en COO, alsook aandeelhouder, van A.

**3.** Tijdens de betrokken periode (van 1 juni 2003 tot 30 juni 2004) was de heer X gedurende 200 van de 278 beursdagen actief bezig met verrichtingen in het aandeel A. Tijdens die dagen waren er gemiddeld ruim 6 verrichtingen voor zijn rekening, voor een volume van gemiddeld meer dan 1.400 euro per dag.

Tijdens de betrokken periode vertegenwoordigden de transacties op de effectenrekening van de heer X in het aandeel A gemiddeld ruim 14 percent van het marktvolume in dit aandeel.

Van juni 2003 tot februari 2004 heeft de heer X quasi uitsluitend gehandeld in het aandeel A: ruim 99% van de aandelen die in die periode door hem werden gekocht of verkocht waren aandelen A. Vanaf maart 2004 heeft de heer X ook vaker andere waarden gekocht of verkocht. Vanaf juli 2004 deed hij geen verrichtingen meer in het aandeel A.

**4.** Tijdens de betrokken periode was de heer X bij een aantal transacties in het aandeel A zowel verkoper als koper.

**5.** Tijdens de betrokken periode vonden een aantal transacties van de heer X in het aandeel A plaats bij de opening van de markt of bij het sluiten ervan.

6. Tijdens de betrokken periode waren bij een aantal geldoverdrachten en effectenverrichtingen tussen of op rekeningen op naam van de heer X ook andere personen rechtstreeks of onrechtstreeks betrokken:

- de heer Y heeft een aantal overschrijvingen van zowel effecten als geld naar rekeningen van de heer X uitgevoerd;
- de heer Z had een mandaat op een van de bankrekeningen van de heer X en heeft daar ook effectief gebruik van gemaakt;
- via de rekeningen van de heer X zijn een aantal betalingen gebeurd ten gunste van medewerkers van A of van familieleden in verband met aankopen van aandelen A;
- de waarborg ten behoeve van bank B (als liquiditeitsverschaffer voor het aandeel A) werd betaald van een rekening van de heer X.

## II. Verloop van de procedure

7. Overwegende dat het verloop van de procedure als volgt kan worden samengevat:

- a) Op 27 juli 2004 heeft het Directiecomité beslist, na te hebben vastgesteld dat er ernstige aanwijzingen bestonden van een marktmisbruik, meer bepaald marktmanipulatie, als bepaald in artikel 25 van de wet in verband met verrichtingen uitgevoerd sinds 1 juni 2003 in de effecten A om, na beraadslaging in diens afwezigheid, de secretaris-generaal overeenkomstig artikel 70, § 1, van de wet te gelasten om in zijn hoedanigheid van auditeur een onderzoek te voeren, ten laste en ten gunste, aangaande de verrichtingen uitgevoerd sinds 1 juni 2003 in de effecten A. In uitvoering van voormelde beslissing heeft het directiecomité het dossier middels een brief van 28 juli 2004 bij de auditeur aanhangig gemaakt.
- b) In zijn brieven van 10 mei 2006, heeft de auditeur de heren X, Y en Z overeenkomstig artikel 71, § 1, van de wet ingelicht over het bestaan van een onderzoek, met aanduiding van de praktijk die het voorwerp van het onderzoek uitmaakt, en heeft hij hen opgeroepen om hen toe te laten hun bemerkings mee te delen.
- c) In bijlage bij zijn brief van 6 juli 2006 heeft de auditeur zijn verslag overgemaakt aan het directiecomité overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet.
- d) In zijn brieven van 6 juli 2006 heeft de auditeur de heren X, Y en Z overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet op de hoogte gesteld van het feit dat hij op die dag zijn bevindingen overmaakte aan het directiecomité, en heeft hij hen uitgenodigd om op de zetel van de CBFA kennis te komen nemen van het dossier dat werd samengesteld in het kader van zijn onderzoek.
- e) De heren X, Y en Z hebben – via hun raadsliden – gevolg gegeven aan de uitnodiging om kennis te nemen van het dossier dat werd samengesteld in het kader van het onderzoek van de auditeur.

- f) In bijlage bij hun brief van 6 oktober 2006 maakten de raadslieden van de heren X, Y en Z een gezamenlijke memorie van verweer over aan de voorzitter van het directiecomité.
- g) Op 13 oktober 2006 heeft het directiecomité de heren X, Y en Z, bijgestaan door hun raadslieden, gehoord.
- h) Er werd geen aanvullende memorie van verweer ingediend na de hoorzitting.

### **III. Ten gronde**

#### III.1 Algemeen

**8.** Overwegende dat de vraag rijst of de heer X een inbreuk op artikel 25, § 1, van de wet heeft begaan, en met name op:

- artikel 25, § 1, 2<sup>o</sup>, a) en/of b) van de wet;
- artikel 25, § 1, 3<sup>o</sup>, van de wet; en/of
- artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> en/of 7<sup>o</sup> van de wet.

Dat eveneens de vraag rijst of de heren Y en/of Z een inbreuk hebben begaan op artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> en/of 7<sup>o</sup>, van de wet.

**9.** Overwegende dat artikel 25 van de wet in werking is getreden op 1 juni 2003 (artikel 1, 1<sup>o</sup>, van het koninklijk besluit van 3 april 2003 tot vaststelling van de datum van inwerkingtreding van sommige bepalingen van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.* 29 april 2003). Dat de verbodsbepaling van artikel 25 bijgevolg van toepassing was tijdens de periode waarin de betrokken verrichtingen plaatsvonden, te weten tussen 1 juni 2003 en 30 juni 2004.

**10.** Overwegende dat uit artikel 25, § 3, van de wet voortvloeit dat de in artikel 25, § 1, van de wet vastgestelde verbodsbepalingen van toepassing zijn op de in § 1 bedoelde handelingen die (onder meer) betrekking hebben op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt.

Dat de aandelen A in de periode van de betrokken verrichtingen (tussen 1 juni 2003 en 30 juni 2004) waren toegelaten tot de verhandeling op de continuummarkt van de Eerste Markt van Euronext Brussels, en dus financiële instrumenten betreffen die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt. Dat bijgevolg voldaan is aan artikel 25, § 3, van de wet, zodat de verbodsbepalingen van artikel 25, § 1, van de wet van toepassing waren op verrichtingen in het aandeel A.

### III.2 Artikel 25, § 1, 2°, a) en b), van de wet

#### III.2.1 *Algemeen*

**11.** Overwegende dat artikel 25, § 1, 2°, van de wet, zoals in voege in de periode waarin de betrokken verrichtingen plaatsvonden (tussen 1 juni 2003 en 30 juni 2004), bepaalt:

*“het is aan eenieder verboden transacties uit te voeren of orders te plaatsen :*

- a) die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van één of meer financiële instrumenten; of*
- b) waarbij één of meer personen op basis van onderlinge afspraken de koers van één of meer financiële instrumenten op een abnormaal of kunstmatig peil houden, tenzij de persoon die de transacties heeft uitgevoerd of de orders heeft geplaatst, aannemelijk maakt dat zijn beweegredenen legitiem zijn en dat de betrokken transacties of orders beantwoorden aan de normale marktpraktijken op de relevante markt, als zodanig erkend door de CBFA.”*

#### III.2.2 *Artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet (valse of misleidende signalen over vraag, aanbod of koers)*

**12.** Overwegende dat voor het onderzoek naar het bestaan van een inbreuk op **artikel 25, § 1, 2°, a)**, van de wet moet worden nagegaan of aan drie constitutieve bestanddelen is voldaan.

- a) transacties uitgevoerd of orders geplaatst*

**13.** Overwegende dat de heer X orders heeft geplaatst in de markt voor het aandeel A, en dat transacties in het aandeel A tot stand zijn gekomen, zodat aan het eerste constitutieve bestanddeel is voldaan.

- b) die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van één of meer financiële instrumenten*

**14.** Overwegende dat het voor de vaststelling van een inbreuk op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet volstaat dat de betrokken transacties of orders valse of misleidende signalen *kunnen* geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van één of meer financiële instrumenten, zonder dat is vereist dat zij daadwerkelijk zulke valse of misleidende signalen geven.

- *valse of misleidende signalen over het aanbod of de vraag*

**15.** Overwegende dat de heer X bij een aantal transacties in het aandeel A zowel verkoper als koper was.

Dat dit onder meer het geval was op de volgende 22 data: 3, 5, 6, 10, 12, 13, 26 en 27 juni, 4, 24 en 31 juli, 4, 11, 12, 18, 25 en 28 augustus, 2, 5 en 8 september en 1 december 2003 alsook 31 mei 2004. Dat tijdens die 22 dagen de heer X zowel verkoper als koper was voor gemiddeld 66 percent van de aandelen A waarin hij verrichtingen deed. Dat tijdens de voornoemde 22 dagen het volume van *alle* transacties van de heer X gemiddeld overigens meer dan 50 percent van het marktvolume in het aandeel A vormde.

Dat ook buiten die periode van 22 dagen een aantal transacties plaatsvonden waarbij de heer X zowel verkoper als koper was. Dat tijdens de ganse periode van 1 juni 2003 tot 30 juni 2004 de heer X zowel verkoper als koper was voor gemiddeld 19,95% van de aandelen A waarin hij verrichtingen deed.

**16.** Overwegende dat deze verrichtingen plaatsvonden omdat de heer X zowel een verkoop- als een aankooporder ingaf. Dat naar deze verrichtingen hierna ook wordt verwezen als “dubbele tegengestelde verrichtingen” (gelet op de omstandigheid dat twee orders werden ingegeven in tegengestelde zin).

Dat de heer X het verkooporder dat hij ingaf vaak onmiddellijk liet volgen door een aankooporder voor dezelfde hoeveelheid (bv. op 3 juni 2003 om 11:34), of voor een lichtjes hogere hoeveelheid (bv. op 3 juni 2003 om 15:59 en op 11 augustus 2003 om 14:00 en 14:01).

Dat het verkooporder daarbij steeds gebeurde aan limietkoers, en dat het daaropvolgende aankooporder meestal gebeurde zonder limiet (bv. op de voornoemde data van 3 juni en 11 augustus 2003), maar soms ook aan limietkoers. Dat in het laatste geval de limietkoers van het aankooporder meestal gelijk was aan de limietkoers van het verkooporder (bv. op 13 juni 2003), of in een aantal gevallen hoger (bv. op 10 juni, 4 augustus en 2 september 2003). Dat deze limietzetting (met inbegrip van de afwezigheid van een limiet bij het aankooporder) door de heer X ertoe leidde dat de mogelijkheid bestond dat het verkooporder en het aankooporder elkaar zouden ontmoeten.

Dat de heer X bovendien de limiet van het verkooporder en van het aankooporder (indien daarvoor een limiet werd ingegeven) dermate kon bepalen dat hij op voorhand quasi zeker kon zijn dat beide orders elkaar ook daadwerkelijk zouden ontmoeten. Dat hij via zijn online toegang van bank C immers over “real time” koersen kon beschikken en (voor wat betreft Euronext, en dus voor ook het aandeel A dat op Euronext noteerde) een zicht kon hebben op de beste koop- en verkooporders die in de markt uitstonden (eveneens in “real time”), zoals professionele beleggers. Dat de heer X zijn tegengesteld verkooporder en aankooporder ingaf binnen de marge van de beste in de markt uitstaande verkoop- en aankooporders waarop hij aldus zicht had, wat tot gevolg had dat hij op voorhand effectief quasi zeker kon zijn dat beide orders elkaar daadwerkelijk zouden ontmoeten.

Dat enkel indien in de korte tijdsperiode tussen het ingeven van het verkooporder en van het aankooporder een derde partij een order zou hebben ingegeven, de kans bestond dat zulk order van een derde partij het order van de heer X (geheel of gedeeltelijk) zou ontmoeten, zodat zijn eigen verkooporder en aankooporder mekaar niet of niet helemaal zouden ontmoeten. Dat de kans dat dit gebeurde, uiteraard in grote mate werd beperkt door het eerder beperkte aantal orders dat normaal voor het aandeel A werd ingegeven (in vergelijking met sommige andere verhandelde aandelen), in combinatie met de zeer korte tijdsperiode (vaak minder dan of omtrent 30 seconden) die veelal verliep tussen het ingeven van het verkooporder en van het tegengestelde aankooporder door de heer X.

**17.** Overwegende dat het gevolg van de aldus gebruikte werkwijze was dat de heer X zowel verkoper als koper was van dezelfde aandelen, en dat hij op het moment dat hij de orders ingaf daar ook quasi zeker van kon zijn.

Dat deze verrichtingen de heer X als dusdanig dan ook geen enkele winst opleverden, maar (integendeel) wel aanleiding gaven tot transactiekosten.

**18.** Overwegende dat “verrichtingen waarbij de eigendom van het financieel instrument niet daadwerkelijk verandert (“wash sales”)” in de voorbereidende werken van de wet worden vermeld als voorbeeld van verrichtingen die de schijn van activiteit moeten wekken en die in aanmerking komen om te worden beschouwd als marktmanipulatie (*Parl. St. Kamer, 2001-2002, Doc. 50, nr. 1842/001, p. 61*).

Dat aan de verkooporders en de aankooporders die de heer X ingaf als onderdeel van dubbele tegengestelde verrichtingen, geen reëel aanbod en geen reële vraag beantwoordden, aangezien het aantal aandelen A in zijn bezit (hierna ook genoemd “zijn netto positie”) niet daadwerkelijk wijzigde en hij daar op voorhand ook quasi zeker van kon zijn gelet op de wijze waarop hij de orders ingaf. Dat op die manier aan de beleggers op de markt een vals of misleidend signaal werd gegeven, minstens kon worden gegeven, over de vraag naar en het aanbod van het aandeel A, alsook over (daarmee samenhangend) het volume en de liquiditeit van de markt.

Dat dit des te meer het geval is nu de dubbele tegengestelde verrichtingen van de heer X in een aantal gevallen een aanzienlijk volume van de markt in het aandeel A uitmaakten. Dat tijdens de voornoemde 22 dagen bijvoorbeeld het volume van de transacties van de heer X gemiddeld meer dan 50 percent van het marktvolume vormde, terwijl gemiddeld 66 percent van zijn transacties in die periode dubbele tegengestelde verrichtingen waren.

Dat het voorgaande volstaat opdat aan het tweede constitutieve bestanddeel van een inbreuk op de verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet is voldaan. Dat voor dit constitutieve bestanddeel immers het bestaan volstaat van transacties of orders die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod, de vraag of de koers. Dat dus niet is vereist dat de transacties of orders naast valse of misleidende signalen over de vraag en het aanbod ook valse of misleidende signalen over de koers gaven of konden geven. Dat hoewel ten deze de dubbele tegengestelde verrichtingen van

de heer X in het aandeel A valse of misleidende signalen gaven of konden geven over zowel het aanbod als de vraag, het overigens volstaat dat de transacties of orders valse of misleidende signalen gaven of konden geven over een van beide (aanbod of vraag) opdat aan het tweede constitutieve bestanddeel is voldaan.

- *valse of misleidende signalen over de koers*

**19.** Overwegende dat, zoals gesteld, aan het tweede constitutieve bestanddeel eveneens kan zijn voldaan wanneer er sprake is van transacties of orders die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over de *koers* van een financieel instrument.

**20.** Overwegende dat door het verkooporder en het tegengestelde aankooporder in te geven binnen de marge van het beste verkoop- en aankooporder dat op dat moment in de markt uitstond, de heer X binnen die marge zelf de koers kon bepalen waartegen de transactie tot stand kwam, zonder dat deze transactie aanleiding gaf tot een wijziging in zijn netto positie in het aandeel A, behoudens een tussenkommend order van een derde partij.

Dat hij bijvoorbeeld op 13 juni 2003 de koers zo heeft opgetrokken van 21 naar 21,1 euro. Dat hij ook op 8 september 2003 via dubbele tegengestelde verrichtingen de koers van 23,77 euro naar 23,9 euro heeft gebracht en vervolgens naar 23,91 euro.

Dat deze transacties van de heer X dan ook valse of misleidende signalen gaven of konden geven over de koers van het aandeel A. Dat de dubbele tegengestelde transacties immers de koers konden wijzigen zonder dat er een daadwerkelijke wijziging in de netto positie van de heer X in het aandeel A aan beantwoordde. Dat dit trouwens niet enkel geldt voor de gevallen waarin de dubbele tegengestelde transacties zorgden voor een daadwerkelijke verhoging van de koers.

Dat door het systeem van de verkoop gekoppeld aan de aankoop andere marktdeelnemers – waaronder bank B met wie de vennootschap A een liquiditeitsovereenkomst had gesloten – er trouwens toe konden worden gebracht de limiet van de aankooporders naar boven bij te stellen, wat op zijn beurt tot koersstijgingen kon leiden.

**21.** Overwegende dat de heer X bovendien in een aantal gevallen de techniek gebruikte waarbij hij het verkooporder onmiddellijk liet volgen door een aankooporder zonder limiet voor een lichtjes hogere hoeveelheid (bv. op 3 juni 2003: verkooporder met een limiet van 21,09 euro voor 99 aandelen om 15:59:01, gevolgd door een aankooporder zonder limiet voor 100 aandelen om 15:59:15). Dat na koppeling van beide orders ten belope van het volume waarvoor beide orders overeenstemden (in het vb. 99 aandelen) er een aankooporder zonder limiet overbleef voor de lichtjes hogere hoeveelheid (in het vb. voor 1 aandeel). Dat dit resterende aankooporder hierdoor automatisch een hoger verkooporder op de markt zocht. Dat die laatste kleine transactie bijgevolg automatisch een verhoging van de koers van het aandeel met zich mee bracht (in het vb. tot 21,1 euro).



Dat deze handelswijze de marktpartijen het signaal kon geven dat er kopers in de markt waren die met *werkelijke* aankooporders – in de zin van aankooporders waaraan een reële vraag beantwoordde ten belope van hun volume – voor een verhoging van de koers zorgden of een verdere daling van de koers voorkwamen. Dat hoewel de heer X aldus inderdaad bijkomende aandelen verwierf, dit slechts een zeer beperkt aantal aandelen betrof (bv. 1 aandeel op 3 juni 2003 om 15:59:15), terwijl de markt niettemin het signaal kreeg dat een daadwerkelijke wijziging in de netto positie van een partij in het aandeel A tot stand was gekomen voor het ganse volume van het aankooporder (bv. op 3 juni 2003 om 15:59:15 voor 100 aandelen), en dat het ingevolge die schijnbaar verhandelde volumes was dat de koers steeg of niet verder daalde. Dat deze handelswijze dan ook resulteerde in transacties die valse of misleidende signalen gaven of konden geven over de koers van het aandeel A vooreerst omdat binnen de marge van het beste uitstaande verkoop- en kooporder de koers kon worden bepaald zonder dat daar een economische realiteit aan beantwoordde, en bovendien omdat met kennis van zaken (gelet op de handelswijze) door middel van een zeer kleine transactie (ten belope van het resterende saldo van het aankooporder) de koers werd gebracht tot op het peil van het beste verkooporder dat tot op dat moment in de markt uitstond.

**22.** Overwegende dat de heer X ook een aantal transacties heeft gedaan die plaatsvonden bij de opening van de markt of het sluiten ervan. Dat deze transacties bijgevolg bepalend waren voor de openings- of slotkoers van het aandeel A.

Dat dit 14 keer het geval was voor de slotkoers (op 3, 5, 12, 13 en 26 juni, 4, 24 en 31 juli, 4, 12 en 18 augustus, 2 en 5 september en 1 december 2003). Dat in 12 van die gevallen daarbij een hogere slotkoers werd gevormd dan de koers van de voorlaatste transactie (voornoemde data behalve 26 juni en 2 september 2003). Dat in 8 gevallen de slotkoers werd gevormd door een dubbele tegengestelde verrichting (op 5, 13 en 26 juni, 31 juli, 4, 12 en 18 augustus en 1 december 2003), en in 4 andere gevallen door een kleine aankoopverrichting van 10 of 15 aandelen (op 3 en 12 juni en 4 en 24 juli 2003).

Dat dit 7 keer het geval was voor de openingskoers (op 3, 12, 26 en 27 juni, 4 en 28 augustus en 5 september 2003). Dat in 4 van de 7 gevallen waarin de openingskoers werd gevormd door transacties van de heer X, een hogere openingskoers werd gevormd dan de slotkoers van de vorige dag (op 12 en 27 juni, 28 augustus en 5 september 2003), in 2 gevallen een koers die even hoog was (op 26 juni en 4 augustus 2003) en in 1 geval een koers die lager was (op 3 juni 2003). Dat in 4 gevallen de openingskoers werd gevormd door dubbele tegengestelde verrichtingen (op 3 en 26 juni, 4 augustus en 5 september 2003), en in 2 gevallen door een transactie van de heer X met een klein volume van 10 of 15 aandelen (op 12 juni en 28 augustus 2003).

Dat in het licht van de specifieke verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2<sup>o</sup>, a), van de wet, men dient vast te stellen dat de heer X ook door transacties uit te voeren die de openings- en/of slotkoers van het aandeel A bepaalden, transacties heeft uitgevoerd die een vals of misleidend signaal gaven of konden geven over de koers, met name wanneer de openings- of slotkoers werd bepaald door transacties met een zeer klein volume of door de techniek van de dubbele tegengestelde verrichting en wanneer ze bovendien hoger lag

dan de laatste eerdere koers. Dat het gebruik van de techniek van de dubbele tegengestelde verrichtingen, waarbij de netto positie van de heer X in het aandeel A niet daadwerkelijk wijzigt en er dus geen rechtstreeks economisch belang is bij de transactie zelf (die geen vermogensvoordeel maar wel transactiekosten oplevert), aantoont dat de transactie die bepalend is voor de openings- of slotkoers wordt gedaan om een misleidend signaal te geven over de koers van het aandeel. Dat men ook van de techniek van een zeer kleine aankoopverrichting om de openings- of slotkoers te bepalen, mede gelet op deze context, ernstig dient te vermoeden dat ze wordt gebruikt om met de transactie een misleidend signaal te geven over de koers. Dat dit des te meer zo is wanneer met een van deze technieken de koers wordt verhoogd ten opzichte van de laatste eerdere koers. Dat ook om die twee bijkomende redenen aan dit constitutieve bestanddeel voldaan is.

Dat “het feit een financieel instrument te kopen of te verkopen bij het sluiten van de markt in een poging de slotkoers van het financieel instrument te wijzigen, waarbij de beleggers die op de slotkoersen voortgaan, worden misleid (“marking the close”)” in de voorbereidende werken van de wet wordt vermeld als voorbeeld van marktmanipulatie (*Parl. St. Kamer, 2001-2002, Doc. 50, nr. 1842/001, p. 62*). Dat inderdaad via de slotkoers nog meer dan via de openingskoers valse of misleidende signalen kunnen worden gegeven over de koers, aangezien zij wordt gepubliceerd in dagelijkse beursoverzichten.

**23.** Overwegende dat samengevat aan het tweede constitutieve bestanddeel van de verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet is voldaan omdat:

- de dubbele tegengestelde transacties valse of misleidende signalen gaven, minstens konden geven, over de vraag naar en het aanbod van aandelen A;
- zowel de “zuivere” dubbele tegengestelde transacties waarbij het verkooporder onmiddellijk werd gevolgd door een aankooporder voor dezelfde hoeveelheid, als de variant waarbij het verkooporder onmiddellijk werd gevolgd door een aankooporder voor een lichtjes hogere hoeveelheid, valse of misleidende signalen gaven, minstens konden geven, over de koers van het aandeel A;
- de bepaling van de openings- en vooral de slotkoers door transacties met een zeer klein volume of door de techniek van de dubbele tegengestelde verrichting, eveneens valse of misleidende signalen gaf of kon geven over de koers van het aandeel A.

Dat elk van de voorgaande redenen op zich volstaat opdat aan het tweede constitutieve bestanddeel van de verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet is voldaan.

*c) marktpraktijken en legitieme beweegredenen*

**24.** Overwegende dat uitgevoerde transacties of geplaatste orders die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van één of meer financiële instrumenten niettemin geen inbreuk vormen op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet indien is voldaan aan de voorwaarde dat de persoon die de transacties heeft uitgevoerd of de orders heeft geplaatst, aannemelijk maakt dat zijn beweegredenen legitiem zijn en dat de betrokken transacties of orders beantwoorden aan de normale marktpraktijken op de relevante markt, als zodanig erkend door de CBFA.

Dat in elk geval vaststaat dat opdat deze vrijstelling van toepassing kan zijn, een cumulatieve vereiste moet zijn vervuld. Dat immers zowel sprake moet zijn van legitieme beweegredenen als van normale marktpraktijken op de relevante markt, als zodanig erkend door de CBFA.

**25.** Overwegende dat namens de heer X in de memorie van verweer, alsook tijdens de hoorzitting, werd betwist dat een inbreuk zou zijn begaan op artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet. Dat daarentegen noch in de memorie van verweer, noch tijdens de hoorzitting, werd betwist dat een inbreuk zou zijn begaan op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet.

Dat in de memorie van verweer en tijdens de hoorzitting namens de heer X het standpunt werd verdedigd, in ondergeschikte orde, dat zijn beweegredenen legitiem waren en dat de betrokken transacties of orders beantwoorden aan normale marktpraktijken op de relevante markt. Dat dit verweer echter enkel werd gevoerd in het kader van artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet, en niet in het kader van artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet. Dat de mogelijke vrijstelling evenwel relevant is voor zowel a) als b) van artikel 25, § 1, 2°, van de wet.

**26.** Overwegende dat de verdediging van de heer X het argument heeft ingeroepen, zij het dus enkel in het kader van artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet, dat er op neerkomt dat de betrokken transacties een vorm van koersstabilisatie vormden, die volgens de verdediging daarom als legitiem en gebruikelijk kan worden beschouwd.

Dat daarbij wordt verwezen naar een onderdeel uit het verslag van de auditeur waarin wordt gesteld dat *“niet kan worden vastgesteld dat door het systeem van de verkoop gekoppeld aan de aankoop de koers systematisch door de heer X wordt verhoogd. De verrichtingen zorgen eerder voor een stabilisatie van de koers”*. Dat daarbij daarenboven wordt verwezen naar de verklaring van een werknemer van bank B dat het bij deze transacties misschien ging om iemand die probeert door te gaan voor liquiditeitsverschaffer (“liquidity provider”).

**27.** Overwegende dat het onderdeel van het verslag van de auditeur waarnaar door de verwerende partij wordt verwezen en waarin sprake is van een stabilisatie van de koers, enkel betrekking heeft op de verrichtingen waarbij het verkooporder en het aankooporder van de heer X werden ingegeven voor exact dezelfde hoeveelheid aandelen. Dat dit onderdeel daarentegen geen betrekking heeft op de techniek waarbij een verkooporder onmiddellijk werd gevolgd door een aankooporder voor een lichtjes hogere hoeveelheid, die automatisch een verhoging van de koers van het aandeel met zich meebracht tot op het peil van het beste verkooporder dat tot dat moment in de markt uitstond, noch op de transacties die bepalend waren voor de openings- of slotkoers, en die zoals vermeld in een aantal gevallen hebben geleid tot een koers die hoger lag dan de laatste eerdere koers. Dat bijgevolg het onderdeel van het verslag van de auditeur waarnaar door de verwerende partij wordt verwezen vooreerst niet slaat op alle soorten verrichtingen die in deze beslissing worden beschouwd als verrichtingen die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel A.

**28.** Overwegende dat opdat sprake is van koersstabilisatie, volgens de door de verdediging zelf ingeroepen rechtsleer bovendien sprake moet zijn van *“het stellen van beursverrichtingen door één of meer belangrijke aandeelhouders, door een markthouder of een verwante vennootschap, teneinde een koersevenwicht te bekomen op het ogenblik dat zulk evenwicht in het gedrang komt ingevolge een belangrijk koop- of verkooporder”* (J. VAN LANCKER en K. VERDOODT, “Nieuwe regels inzake marktmanipulatie en misbruik van voorkennis”, *T.R.V.*, 2003, p. 49, voetnoot 61). Dat ook in het jaarverslag 1985-86 van de toenmalige Commissie voor het Bank- en Financiewezen koersstabilisatie (of koersregularisatie) in een gelijkaardige context wordt gesitueerd (p. 68-69). Dat de loutere omstandigheid dat een verrichting een stabiliserend eerder dan een koersverhogend effect heeft, dus niet volstaat opdat er sprake is van koersstabilisatie in voornoemde zin. Dat het daartoe ook de bedoeling moet zijn om een koersevenwicht te bekomen op het ogenblik dat zulk evenwicht in het gedrang komt ingevolge een belangrijke koop- of verkooporder.

Dat de heer X evenwel niet aannemelijk heeft gemaakt dat zijn transacties, en met name de dubbele tegengestelde verrichtingen, (telkens) plaatsvonden op het ogenblik dat het koersevenwicht in het gedrang kwam door een belangrijk koop- of verkooporder.

Dat uit de vaststelling dat de (zuivere) dubbele tegengestelde verrichtingen eerder een koersstabiliserend effect hadden dan een systematisch koersverhogend effect, dan ook niet kan worden afgeleid dat de betrokken transacties als een koersstabilisatie kunnen worden beschouwd. Dat dit in deze evenmin kan worden afgeleid uit andere factoren. Dat ook de verklaring van de werknemer van bank B aan deze conclusie niet in de weg staat, aangezien zij geen uitspraak inhield over het bekomen van een koersevenwicht op het ogenblik dat dit in het gedrang komt ingevolge een belangrijk koop- of verkooporder.

**29.** Overwegende dat bovendien, zelfs indien toch van koersstabilisatie in voornoemde zin sprake zou zijn geweest, koersstabilisatie weliswaar een normale marktpraktijk kan vormen, maar dat het gebruik van de techniek van de dubbele tegengestelde verrichting als manier om een koersevenwicht te bekomen dat geenszins is.

Dat deze techniek immers dermate op een kunstmatige handelswijze is gebaseerd (gelet op de afwezigheid van een daadwerkelijke wijziging in de netto positie in het aandeel A) en mede daarom dermate (potentieel) misleidend is, dat zij onmogelijk als een normale marktpraktijk kan worden beschouwd.

**30.** Overwegende dat, zoals hogerop gesteld, aan de vereiste van normale marktpraktijk cumulatief met de vereiste van legitieme beweegredenen moet zijn voldaan opdat de vrijstelling op de verbodsbepalingen van artikel 25, § 1, 2°, a) en b), van de wet toepassing kan vinden. Dat aangezien niet is voldaan aan de vereiste van normale marktpraktijk op de relevante markt, de vraag naar de legitieme beweegredenen dan ook niet langer van doorslaggevend belang is.

Dat dan ook slechts in ondergeschikte orde wordt vastgesteld dat de verklaringen van de heer X over zijn beweegredenen niet steeds eenduidig waren, wat de geloofwaardigheid ervan ernstig ondermijnt. Dat hij aanvankelijk immers heeft verklaard dat het voor hem een spel was, en pas nadien dat zijn transacties waren ingegeven door de wens om een vermeende derde onrechtmatige handelaar te neutraliseren. Dat het feit dat het optreden van zo een derde bovendien nergens uit is gebleken, van aard is om de geloofwaardigheid van deze verklaring bijkomend te ondermijnen.

**31.** Overwegende dat bijgevolg aan alle constitutieve bestanddelen van een inbreuk op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet is voldaan. Dat de heer X artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet dan ook heeft miskend.

*III.2.3 Artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet (de koers op een abnormaal of kunstmatig peil houden)*

**32.** Overwegende dat voor het onderzoek naar het bestaan van een inbreuk op **artikel 25, § 1, 2°, b)**, van de wet moet worden nagegaan of aan drie constitutieve bestanddelen is voldaan. Dat het eerste en het derde bestanddeel identiek zijn aan het eerste en het derde bestanddeel voor een inbreuk op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet, hogerop besproken. Dat enkel het tweede bestanddeel verschilt.

Dat opdat aan het tweede bestanddeel van de verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2°, b), is voldaan, vereist is dat het transacties of orders betreft waarbij een of meer personen op basis van onderlinge afspraken de koers van één of meer financiële instrumenten op een abnormaal of kunstmatig peil hebben gehouden.

**33.** Overwegende dat namens de heer X het bestaan van een inbreuk op artikel 25, § 1, 2°, b) werd betwist in de memorie van verweer en tijdens de hoorzitting. Dat, samengevat, de verwerende partij daarbij voornamelijk inroept dat voor deze verbodsbepaling enkel de koers van het aandeel A relevant is (niet het volume), dat er geen sprake is van een abnormaal of kunstmatig koerspeil vermits de koersimpact beperkt bleef tot het interval tussen de hoogste biedkoers en de laagste laatkoers, dat enkel het “houden” van de koers op een abnormaal of kunstmatig peil wordt gevat wat een zekere continuïteit vereist, en dat een effectieve koersimpact is vereist terwijl een medewerker van bank B (dat het aandeel contractueel opvolgde in uitvoering van een met A afgesloten liquiditeitsovereenkomst) verklaard heeft dat de impact op de koers zo goed als onbestaande was. Dat in ondergeschikte orde bovendien het standpunt werd verdedigd dat de beweegredenen van de heer X legitiem waren en dat de betrokken transacties of orders beantwoorden aan de normale marktpraktijken op de relevante markt.

**34.** Overwegende dat door het gebruik van de term “houden” in artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet een zekere continuïteit is vereist opdat deze verbodsbepaling toepassing vindt.

Dat de heer X in de periode van juni 2003 tot juni 2004 gedurende 200 van de 278 beursdagen actief bezig met verrichtingen in het aandeel A en dus een actief handelaar was, en zowel verkoper als koper was voor 19,95% van de aandelen A waarin hij

verrichtingen deed. Dat de geviseerde verrichtingen bijgevolg zeker niet beperkt waren tot eenmalige gebeurtenissen.

Dat de verwerende partij stelt dat door artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet enkel het “behoud” wordt beoogd en niet de koerbeïnvloeding naar boven of naar beneden. Dat opdat er sprake kan zijn van het houden van de koers op een abnormaal of kunstmatig peil, het evenwel niet enkel mogelijk is dat men de koers op een peil houdt dat als abnormaal of kunstmatig moet worden beschouwd omdat de koers in afwezigheid van de betrokken transacties of orders onder dat peil zou zakken of boven dat peil zou stijgen, maar het ook mogelijk is dat men de koers eerst tot een niveau verhoogt of verlaagt dat als abnormaal of kunstmatig valt te bestempelen en door de continuïteit of herhaling van de handeling dit zo houdt. Dat het onderscheid tussen het behoud van het koerspeil en koersbeïnvloeding naar boven of naar beneden toe dan ook niet zo scherp kan worden gesteld als de verwerende partij beweert.

**35.** Overwegende dat hoewel de dubbele tegengestelde verrichtingen veelvuldig waren, anderzijds niet vaststaat dat zij in alle gevallen de koers hebben verhoogd. Dat bovendien niet vaststaat dat de gevallen waarin deze transacties wel degelijk hebben geleid tot een verhoging van de koers, elkaar kort opvolgden, zodat niet kan worden uitgesloten dat zij te verspreid waren in de tijd om van een zekere continuïteit in de verhoging van de koers te kunnen spreken. Dat evenmin vaststaat dat de bepaling van een hogere slotkoers door transacties van de heer X elkaar, of andere koersverhogende transacties van de heer X, kort opvolgden. Dat bijgevolg niet vaststaat dat de verhoging van de koers door transacties van de heer X van voldoende continuïteit getuigde om met zekerheid te kunnen stellen dat de koers, in de veronderstelling dat het peil waartoe zij werd verhoogd als abnormaal of kunstmatig dient te worden bestempeld, door de transacties of orders van de heer X ook op dergelijk peil werd gehouden.

Dat bijgevolg niet vaststaat dat is voldaan aan het tweede bestanddeel van de verbodsbepaling van artikel 25, § 1, 2°, b), van de wet, zodat er geen inbreuk wordt vastgesteld op die bepaling.

Dat gelet op het voorgaande besluit niet nader moet worden ingegaan op de overige argumenten die als verweer werden ingeroepen in deze context.

III.3 Artikel 25, § 1, 3°, van de wet (transacties of orders met gebruik van fictieve constructies)

**36.** Overwegende dat **artikel 25, § 1, 3°**, van de wet bepaalt:

*“het is aan eenieder verboden transacties uit te voeren of orders te plaatsen waarbij gebruik wordt gemaakt van fictieve constructies of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding”.*

Dat voor zowel de “zuivere” dubbele tegengestelde verrichtingen als de variant ervan de vraag rijst of zij kwalificeren als een inbreuk op artikel 25, § 1, 3°, van de wet.

**37.** Overwegende dat noch in de memorie van verweer, noch tijdens de hoorzitting, werd betwist dat de heer X een inbreuk zou hebben begaan op artikel 25, § 1, 3<sup>o</sup>, van de wet.

**38.** Overwegende dat het onderzoek naar het bestaan van een inbreuk op artikel 25, § 1, 3<sup>o</sup>, van de wet uit twee onderdelen bestaat.

*a) transacties uitgevoerd of orders geplaatst*

**39.** Overwegende dat de heer X orders voor het aandeel A heeft geplaatst in de markt, en dat transacties in het aandeel A tot stand zijn gekomen, zodat aan het eerste constitutieve bestanddeel is voldaan.

*b) waarbij gebruik wordt gemaakt van fictieve constructies of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding*

**40.** Overwegende dat de heer X door de dubbele tegengestelde verrichtingen zowel verkoper als koper was. Dat uit de wijze waarop de dubbele tegengestelde orders werden ingegeven binnen de marge van de beste uitstaande verkoop- en kooporders, blijkt dat het ook de bedoeling was dat bij deze verrichtingen de netto positie in de betrokken financiële instrumenten niet daadwerkelijk wijzigde. Dat bijgevolg aan de verkooporders en de aankooporders die de heer X ingaf als onderdeel van dubbele tegengestelde verrichtingen, geen reëel aanbod en geen reële vraag beantwoordden. Dat er gelet op de afwezigheid van een daadwerkelijke wijziging in de netto positie in het aandeel A ook geen rechtstreeks economisch belang was bij de verrichtingen, die als dusdanig immers geen vermogensvoordeel konden opleveren maar wel aanleiding gaven tot transactiekosten.

Dat in een variante van deze techniek de heer X de verkooporder onmiddellijk liet volgen door een kooporder voor een lichtjes hogere hoeveelheid, wat automatisch een verhoging van de koers van het aandeel met zich meebracht vermits het resterende gedeelte van het aankooporder een transactie tot stand deed komen met het beste in de markt uitstaande verkooporder. Dat in de mate waarin het volume van het verkoop- en aankooporder wel overeenstemden, hetzelfde geldt als voor de “zuivere” dubbele tegengestelde verrichtingen.

Dat omdat zowel de “zuivere” dubbele tegengestelde verrichting als de voornoemde variant erop (in de mate waarin het volume van het verkooporder en van het aankooporder overeenstemmen) geen daadwerkelijke wijziging in de netto positie in het aandeel A tot stand brengen en evenmin beantwoorden aan een rechtstreeks economisch belang, zij dienen te worden beschouwd als fictieve constructies, dan wel als enige andere vorm van misleiding.

**41.** Overwegende dat het wettelijke vereiste van gebruik van fictieve constructies of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding, van aard kan zijn om de intentie te

vereisen om de fictieve constructie, het bedrog of de misleiding in het leven te roepen of aan te wenden.

Dat de dubbele tegengestelde orders door de heer X zelf werden ingegeven, en hij dus wel degelijk de intentie moet hebben gehad om deze fictieve constructies in het leven te roepen of aan te wenden.

Dat aangezien de heer X via een online toegang van bank C in “real time” over koersen kon beschikken en een zicht kon hebben op de beste koop- en verkooporders, en hij zijn tegengesteld verkooporder en aankooporder ingaf binnen de marge van de beste verkoop- en kooporders die in de markt uitstonden en waarvan hij aldus kennis had, hij quasi zeker kon zijn dat zijn verkooporder en aankooporder elkaar zouden ontmoeten. Dat enkel indien een andere markspeler sneller zou zijn met het inbrengen van een order het zou kunnen dat dit niet het geval was. Dat ook de omstandigheid dat de heer X zijn orders ingaf binnen de marge van de beste verkoop- en aankooporders, waarop hij zicht had, aldus aantoont dat hij de fictieve constructie van de dubbele tegengestelde verrichtingen met kennis van zaken in het leven riep of aanwendde.

Dat uit de brief van 24 januari 2005 van de heer X bovendien blijkt dat hij verklaart de transacties te hebben uitgevoerd omdat hij het aandeel wilde beschermen tegen een vermeende onrechtmatige praktijk van derden. Dat ook uit deze verklaring blijkt dat hij de fictieve constructie van de dubbele tegengestelde verrichtingen intentioneel in het leven riep of aanwendde.

**42.** Overwegende dat bijgevolg aan alle constitutieve bestanddelen van een inbreuk op artikel 25, § 1, 3°, van de wet is voldaan. Dat de heer X artikel 25, § 1, 3°, van de wet bijgevolg heeft miskend.

#### III.4 Artikel 25, § 1, 6° en 7°, van de wet (afspraken of aanzetten tot)

**43.** Overwegende dat **artikel 25, § 1, 6° en 7°**, van de wet bepaalt:

*“het is aan eenieder verboden:*

*6° deel te nemen aan elke afspraak die ertoe zou strekken handelingen te stellen als bedoeld in 1° tot 5°;*

*7° één of meer andere personen ertoe aan te zetten daden te stellen die, indien hij deze zelf zou stellen, verboden zouden zijn krachtens 1° tot 5°.”*

**44.** Overwegende dat de vraag rijst of de heer X bij de hogerop besproken transacties alleen heeft gehandeld, dan wel of zijn handelingen de uitvoering zijn van afspraken met andere familieleden, en meer in het bijzonder met zijn vader de heer Y en/of met zijn broer de heer Z (vraagstelling in het licht van artikel 25, § 1, 6°), dan wel of een van de laatste twee genoemden hem heeft aangezet tot het stellen van de betrokken handelingen (vraagstelling in het licht van artikel 25, § 1, 7°).

**45.** Overwegende dat de heer X in de periode van juni 2003 tot juni 2004 in totaal ongeveer 65.000 aandelen A meer heeft verkocht dan hij er heeft aangekocht.



**46.** Overwegende dat een aantal overschrijvingen van zowel effecten als geld hebben plaatsgevonden van rekeningen van de heer Y naar rekeningen van de heer X (overschrijvingen van geld op 2 mei en 10 november 2003 en op 17 februari 2004, en van effecten op 23 oktober en 18 november 2003 en op 5 en 13 januari en 3, 4 en 12 februari 2004).

Dat de heer Z een mandaat had op een (geld)rekening van de heer X bij bank D, en daar ook geregeld gebruik van maakte (onder meer op 4 december 2003).

Dat de waarborg ten behoeve van bank B (als liquiditeitsverschaffer voor het aandeel A) op 3 en 4 maart 2004 van een rekening van de heer X bij bank C werd betaald.

Dat van de rekeningen van de heer X bij bank C en bank D daarenboven betalingen zijn gebeurd ten gunste van medewerkers van A of van familieleden in verband met aankopen van aandelen A (met name op 15 juni 2004 via bank C en op 4 februari en 1 juni 2004 via bank D).

**47.** Overwegende dat evenwel niet vaststaat dat er concrete afspraken werden gemaakt voor, of dat werd aangezet tot, het verrichten van de handelingen die de – door deze beslissing in hoofde van de heer X vastgestelde – inbreuken vormen op artikel 25, § 1, 2<sup>o</sup>, a), en 3<sup>o</sup>, van de wet. Dat immers niet vaststaat dat de heer Y en/of de heer Z afspraken hebben gemaakt met de heer X voor het verrichten van de dubbele tegengestelde verrichtingen en/of van de transacties die bepalend waren voor de openings- en vooral de slotkoers, of hem daartoe hebben aangezet.

Dat bijgevolg noch in hoofde van de heer X, noch in hoofde van de heer Y, noch in hoofde van de heer Z een inbreuk op artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> of 7<sup>o</sup>, van de wet wordt vastgesteld.

### III.5 Besluit

**48.** Overwegende dat het directiecomité op basis van het voorgaande tot het besluit komt:

dat de heer X artikel 25, § 1, 2<sup>o</sup>, a), en artikel 25, § 1, 3<sup>o</sup> heeft miskend;

dat daarentegen niet vaststaat de heer X artikel 25, § 1, 2<sup>o</sup>, b), artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> of artikel 25, § 1, 7<sup>o</sup> heeft miskend;

dat niet vaststaat dat de heer Y artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> of artikel 25, § 1, 7<sup>o</sup> heeft miskend;

dat niet vaststaat dat de heer Z artikel 25, § 1, 6<sup>o</sup> of artikel 25, § 1, 7<sup>o</sup> heeft miskend.

#### IV. Sanctie

49. Overwegende dat inbreuken op artikel 25, § 1, 2°, a) en op artikel 25, § 1, 3°, van de wet worden gesanctioneerd overeenkomstig artikel 36, § 2, van de Wet. Dat dit artikel stelt: *“Onverminderd de overige maatregelen bepaald door de wet, kan de CBFA, indien zij overeenkomstig de artikelen 70 tot 72 een inbreuk vaststelt op de bepalingen van dit hoofdstuk of de uitvoeringsbesluiten ervan, aan de overtreder een administratieve geldboete opleggen die noch minder mag bedragen dan 2.500 euro, noch voor hetzelfde feit of geheel van feiten meer mag bedragen dan 2.500.000 euro. Wanneer de inbreuk voor de overtreder een vermogensvoordeel heeft opgeleverd, mag dit maximum worden verhoogd tot het tweevoud van het bedrag van dit voordeel en, in geval van recidive, tot het drievoud van dit bedrag.”*

Overwegende dat de CBFA beschikt over de mogelijkheid om te voorzien in de bekendmaking van de beslissing of een uittreksel ervan overeenkomstig artikel 72, § 1, 3°, van de wet.

Overwegende dat bij het opleggen van een sanctie toepassing dient te worden gemaakt van het proportionaliteitsbeginsel, wat impliceert dat men rekening dient te houden met de objectieve zwaarte van de feiten enerzijds en met de subjectieve schuld van de dader anderzijds.

Overwegende dat de feiten die in hoofde van de heer X een inbreuk uitmaken op artikel 25, § 1, 3°, van de wet geen andere zijn dan de feiten die in zijn hoofde een inbreuk maken op artikel 25, § 1, 2°, a), van de wet.

Overwegende enerzijds dat de inbreuken geen rechtstreeks vermogensvoordeel hebben opgeleverd voor de heer X, en dat het omwille van de aard van de inbreuken ook lijkt te zijn uitgesloten dat hij er een rechtstreeks vermogensvoordeel met zou hebben beoogd maar zou zijn misgelopen.

Overwegende anderzijds dat de inbreuken niet eenmalig waren maar hebben plaatsgevonden gedurende een periode van 13 maanden.

Overwegende dat de inbreuken ook ernstig waren. Dat door de herhaalde handelingen van de heer X de markt valse of misleidende signalen kreeg, minstens kon krijgen, over het aanbod van en de vraag naar het aandeel A, over het volume en de liquiditeit van de markt in het aandeel A, en in een aantal gevallen ook over de koers ervan. Dat hij daarbij gebruik heeft gemaakt van fictieve constructies, met name de dubbele tegengestelde verrichtingen.

Overwegende bovendien dat de heer X licentiaat in de toegepaste economische wetenschappen was, en bijgevolg inzicht diende te hebben in de werking van de financiële markten en in het belang van de transparantie en integriteit in die markten, ook al was hij nog jong en had hij nog maar weinig professionele ervaring.

Overwegende dat uit de manier waarop de inbreuken zijn gepleegd, bovendien blijkt dat de heer X ook daadwerkelijk inzicht had in de werking van de markt. Dat dit met name blijkt uit de wijze waarop hij de dubbele tegengestelde orders ingaf binnen de marge van het beste verkoop- en aankooporder die op dat moment in de markt uitstonden, daarbij ook variërende met orders met of zonder limiet en met de hoeveelheid van het aankooporder dat onmiddellijk volgde op zijn eigen verkooporder. Dat hij daarbij trouwens beschikte over een veelheid van instrumenten en van informatie die normalerwijze enkel voor onderlegde beleggers beschikbaar is.

Overwegende dat de verklaring van de heer X dat hij meende op te treden tegen een derde die naar zijn mening de markt neerwaarts probeerde te manipuleren hoogstens kan aantonen dat de heer X niet met bedrieglijk opzet handelde. Dat het bedrieglijk opzet evenwel geen vereiste is voor de vastgestelde inbreuken. Dat uit deze verklaring wel blijkt dat de heer X met kennis van zaken bepaalde tendensen in de markt probeerde tegen te gaan. Dat trouwens ook uit het herhaalde karakter van de inbreuken blijkt dat met kennis van zaken werd gehandeld.

Overwegende dat een administratieve boete van 40.000 (veertigduizend) euro dan ook aan het proportionaliteitsbeginsel beantwoordt. Dat gelet op de ernst en het herhaalde karakter van de met kennis van zaken gepleegde feiten, die van aard zijn om het vertrouwen van de marktdeelnemers in de integriteit van de Belgische financiële markten te ondermijnen, ook de nominatieve bekendmaking van de beslissing zich opdringt.

**Beslist om deze redenen,**

Samengesteld uit de personen die deze beslissing ondertekenen en die aanwezig waren op de hoorzitting van 13 oktober 2006, en na deliberatie in dezelfde samenstelling op 5 december 2006, met toepassing van de artikelen 36, § 2, en 72, § 1, van de wet,

geen administratieve sanctie uit te spreken ten aanzien van de heer Y en de heer Z,

een administratieve geldboete op te leggen van 40.000 EUR aan de heer X,

en deze beslissing nominatief bekend te maken.

Deze beslissing is uitvoerbaar, tenzij tegen deze beslissing beroep wordt ingesteld bij het hof van beroep te Brussel overeenkomstig het bepaalde bij artikel 121 van de wet.

Brussel, 5 december 2006