



DEZE BESLISSING HEEFT HET VOORWERP UITGEMAAKT VAN EEN BEROEP BIJ HET MARKTENHOF. BIJ ARREST VAN 10 FEBRUARI 2023 HEEFT HET HOF VAN CASSATIE HET ARREST VAN HET MARKTENHOF VAN 23 MAART 2022 WAARBIJ UITSPRAAK WERD GEDAAN OVER DIT BEROEP Vernietigd en de zaak verwezen naar het Marktenhof, anders samengesteld

DEZE BESLISSING WERD GEANONIMISEERD NA AFLOOP VAN DE TERMIJN VAN NOMINATIEVE BEKENDMAKING VAN EEN JAAR

**BESLISSING D.D. 6 OKTOBER 2020 TEN AANZIEN VAN X NV EN
DE HEER Y**

De sanctiecommissie van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (hierna “de FSMA”)

I. Procedure

1. Op 14 juni 2016 heeft het directiecomité met toepassing van artikel 70, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (hierna: “de Wet van 2 augustus 2002”), de auditeur belast met het onderzoek naar mogelijke inbreuken op de bepalingen over marktmanipulatie opgenomen in artikel 25, § 1, 2°, van de Wet van 2 augustus 2002 door de heer Y en X.
2. De auditeur stuurde op 4 september 2018 zijn voorlopige vaststellingen, die het relaas der feiten bevatten overeenkomstig artikel 70, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002 naar de heer Y en X. Zijn definitief verslag dateert van 9 juli 2019.
3. Op 22 oktober 2019 besliste het directiecomité van de FSMA, met toepassing van artikel 71, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, om een procedure voor de sanctiecommissie in te stellen die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete. Bij brieven van 23 oktober 2019 stelde het directiecomité de heer Y en X (hierna ook aangeduid als de partijen en de verwerende partijen) in kennis van de grieven die door het directiecomité van de FSMA tegen hen in aanmerking werden genomen.
4. Schriftelijke bemerkingen werden neergelegd door de raadsman van de partijen op 6 februari 2020 en door het directiecomité op 6 april 2020. De raadsman van de partijen legde op 11 juni 2020 een memorie van antwoord neer. De heer Y en de raadsman van de partijen werden tijdens de hoorzitting van 2 juli 2020 door de sanctiecommissie gehoord. Het auditoraat lichtte er het feitenrelaas zoals vervat in

het verslag van de auditeur toe en ook het directiecomité formuleerde zijn standpunt tijdens deze hoorzitting.

II. Toepasselijke regelgeving

5. Artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, en tweede lid, § 2, eerste lid, en § 3, eerste lid, 1°, van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing op het moment van de feiten, bepaalde:

“Art. 25

§ 1. Het is aan éénieder verboden:

(...)

2° 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 gebruikelijke marktpraktijken op de relevante markt;

(...)

Met betrekking tot punten 2° en 3° van voorgaand lid bepaalt de Koning, op advies van de FSMA, welke signalen relevant zijn voor de FSMA bij het onderzoek naar mogelijke marktmanipulatie, alsmede in het kader van de bij artikel 25bis, § 4, ingestelde verplichting.

§ 2. In het geval van een vennootschap of andere rechtspersoon gelden de in § 1 vastgestelde verbodsbepalingen eveneens voor de natuurlijke personen die betrokken zijn in de beslissing om een transactie uit te voeren of een order te plaatsen voor rekening van de betrokken rechtspersoon.

(...)

§ 3. De in § 1 vastgestelde verbodsbepalingen zijn van toepassing op de in dezelfde paragraaf bedoelde handelingen :

1° die betrekking hebben op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt of op enige andere markt of alternatief verhandelingsstelsel bedoeld in artikel 15 en door de Koning aangeduid

op advies van de FSMA, of waarvan de toelating tot de verhandeling op een dergelijke markt of systeem wordt aangevraagd, ongeacht of de betrokken handelingen in België of in het buitenland zijn gesteld en ongeacht of de betrokken transacties worden uitgevoerd op de betrokken markt of daarbuiten;

(...)”

6. Artikel 3 van het koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik, zoals van toepassing op het moment van de feiten, bepaalde:

“Art. 3. Om uit te maken of er eventueel sprake is van handelingen in de zin van artikel 25, § 1, 2°, van de wet houden de FSMA en tussenpersonen die onderworpen zijn aan de verplichting van artikel 25bis, § 4, van de wet, rekening met volgende reeks signalen:

1° in hoeverre geplaatste handelsorders of verrichte transacties een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het desbetreffend financieel instrument op de betrokken gereglementeerde markt, met name wanneer deze activiteiten leiden tot een wijziging van betekenis in de koers van het financieel instrument;

2° in hoeverre door personen met een aanzienlijke koop- of verkooppositie in een financieel instrument geplaatste handelsorders of verrichte transacties leiden tot wijzigingen van betekenis in de koers van het financieel instrument, van het daarvan afgeleid financieel instrument of van het onderliggend instrument dat tot de handel op een gereglementeerde markt is toegelaten;

3° of verrichte transacties al dan niet leiden tot een wijziging van de identiteit van de begunstigde eigenaar van een financieel instrument dat tot de handel op een gereglementeerde markt is toegelaten;

4° in hoeverre geplaatste handelsorders of verrichte transacties leiden tot het draaien van posities binnen een korte tijdsspanne en een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het desbetreffend financieel instrument op de betrokken gereglementeerde markt, en in verband zouden kunnen staan met wijzigingen van betekenis in de koers van een financieel instrument dat tot de handel op een gereglementeerde markt is toegelaten;

5° in hoeverre geplaatste handelsorders of verrichte transacties geconcentreerd zijn binnen een korte tijdsspanne van de handelssessie en leiden tot een koerswijziging die vervolgens omslaat;

6° in hoeverre geplaatste handelsorders resulteren in een wijziging van de beste bied- en laatkoersen van een tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten financieel instrument, of meer in het algemeen van de koersen geboden

in het kader van het voor de marktdeelnemers toegankelijke orderboek, en worden geannuleerd voordat zij worden uitgevoerd;

7° in hoeverre handelsorders worden geplaatst of transacties worden verricht op of omstreeks een bepaald tijdstip wanneer referentiekosten, afwikkelingskosten en waarderingen worden berekend, en tot koerswijzigingen leiden die van invloed zijn op genoemde koersen en waarderingen.

Deze reeks signalen is niet exhaustief. De signalen kunnen wijzen op een inbreuk op artikel 25, § 1, 2°, van de wet, maar mogen op zichzelf niet als een dergelijke inbreuk worden beschouwd.”

7. Artikel 36, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, bepaalde:

“§ 2. Onverminderd de overige maatregelen bepaald door de wet, kan de FSMA, indien zij overeenkomstig de artikelen 70 tot 72 een inbreuk vaststelt op de bepalingen van dit hoofdstuk of de besluiten of reglementen genomen ter uitvoering 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.”
8. Omwille van het beginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet, waarvan de toepassing voortvloeit uit het strafrechtelijke karakter van de sancties die de sanctiecommissie oplegt, dient inderdaad bovenvermelde regelgeving te worden toegepast en niet de thans geldende wetgeving (artikelen 12 en 15 van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (hierna “Verordening marktmisbruik”), van toepassing vanaf 3 juli 2016, en huidig artikel 36, § 2, tweede lid, 2°, van de Wet van 2 augustus 2002).

III. Tenlasteleggingen en voorstel van sanctie vanwege het directiecomité van de FSMA

9. Het directiecomité sluit zich in zijn kennisgeving van de grieven aan bij de vaststellingen van de auditeur in zijn onderzoeksverslag van 9 juli 2019 ten aanzien van X en de heer Y (inbreuk op artikel 25, § 1, 2° van de Wet van 2 augustus 2002, van toepassing tot 3 juli 2016, en op artikelen 12 en 15 van de Verordening marktmisbruik, van toepassing vanaf 3 juli 2016).

Het onderzoeksverslag ten aanzien van X en de heer Y concludeerde met name dat de drie verkooporders die X op (...) plaatste in het orderboek voor aandelen K elk afzonderlijk en eveneens tezamen genomen, een verboden marktmanipulatie

uitmaken zowel onder artikel 25, § 1, 2°, a) en b), van de Wet van 2 augustus 2002 als onder artikel 12, 1, a), i) en ii), van Verordening 596/2014, en dat, bijgevolg, de “minst zware regeling betreffende de administratieve sancties” dient te worden toegepast, zijnde de artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002.

Het concludeerde tevens dat X hierdoor een substantieel vermogensvoordeel realiseerde en dat de orders in kwestie een drievoudig negatief gevolg teweegbrachten. Ten eerste werd het vertrouwen in het systeem en in het correct tot stand komen van een beurskoers geschonden. Ten tweede hebben derden wiens transacties door de tussenkomst van X op (...) niet tot stand konden komen, hierdoor financiële schade geleden. Ten derde hebben de oorspronkelijke eigenaars van de niet-opgeëiste aandelen aan toonder die zich nog niet gemeld hadden op 31 december 2014 en de Belgische schatkist financiële schade geleden.

Tot slot besloot het onderzoeksverslag dat de drie verkooporders van X van (...) mogelijk ook elk afzonderlijk, en eveneens tezamen genomen, strafrechtelijk zouden kunnen worden gesanctioneerd.

10. Het directiecomité stelt in hoofde van X en de heer Y samen een administratieve geldboete voor een globale som van 116.887,10 euro voor op basis van de relevante omstandigheden van deze zaak, waarbij het directiecomité in het bijzonder rekening houdt met het bedrag van het onrechtmatige vermogensvoordeel, de ernst van de inbreuken, het vereiste ontradend karakter van de sanctie, de boete waarmee de strafrechtelijke inbreuk van marktmanipulatie (op het moment van de feiten) kan worden bestraft (maximaal 60.000 euro, inclusief opdecimes), en, voor wat betreft de heer Y, zijn grote verantwoordelijkheid.

Het directiecomité stelt tevens voor om de beslissing van de sanctiecommissie nominatief bekend te maken, overeenkomstig de algemene regel vervat in artikel 72, § 3, vierde lid, van de Wet van 2 augustus 2002, aangezien het van oordeel is dat zulks, gelet op het niet verschoonbaar karakter van de inbreuken en de ernst van de tekortkomingen, een gepaste maatregel is die partijen geen onevenredig nadeel berokkenen.

IV. Feiten

IV.1. De orders in kwestie

11. Deze procedure heeft betrekking op drie verkooporders in het orderboek voor aandelen K geplaatst door X:
- op (...): een verkooporder voor (...) aandelen, aan een limiet van (...) euro;
 - op (...): een verkooporder voor (...) aandelen, aan een limiet van (...) euro;
 - op (...): een verkooporder voor (...) aandelen, aan een limiet van (...) euro.

Deze orders, die gedetailleerd worden beschreven in de context van het ganse orderboek van K door de auditeur in het onderzoeksverslag p. 42 - 52, kunnen samenvattend als volgt worden omschreven.

12. Het eerste verkooporder in kwestie betreft een dagorder, geplaatst op (...), in de pre-opening van de eerste fixing om 11u08'27''.

Aangezien het verkooporder aan een limiet van (...) euro overeenstemde met twee aankooporders van elk 1000 aandelen aan (...) euro en aan (...) euro veroorzaakte het een theoretische openingsprijs of TOP (de evenwichtsprijs die tot stand komt tijdens de pre-opening op het niveau waar het grootste volume aandelen kan worden verhandeld) van (...) euro.

Aangezien deze TOP meer dan 10% afweek van de referentiekopers van het aandeel K bij opening (... euro) trad de handelsremmer of "circuit breaker" in werking en kon er geen handel plaatsvinden tijdens de eerste fixing (om 11u30).

Wel werd (derde gevolg) een nieuwe referentiekopers bepaald die 10% lager is dan de vorige referentiekopers: (...) euro.

Tijdens de tweede fixing (om 16u30) veroorzaakte dit verkooporder dezelfde drie gevolgen: een TOP van (...) euro, inwerkingtreding van de handelsremmer of "circuit breaker" waardoor er geen handel mogelijk was, en een nieuwe referentiekopers van (...) euro.

Het dagorder van X verviel op (...).

13. Het tweede verkooporder in kwestie betreft een dagorder, geplaatst op (...), in de pre-opening van de eerste fixing om 10u04'36''.

Het veroorzaakte opnieuw een TOP van (...) euro, het inwerkingtreden van de handelsremmer of "circuit breaker" waardoor er geen handel mogelijk was tijdens de eerste fixing en een nieuwe referentiekopers die 10% lager lag dan de vorige: (...) euro.

Ook tijdens de pre-opening van de tweede fixing bepaalde dit verkooporder aanvankelijk een TOP van (...) euro. Bovendien bevond deze evenwichtskopers zich binnen de toegelaten afwijkingsdrempels (10% lager of hoger) dan de laatste referentiekopers. *Ceteris paribus* zou dit order dus hebben kunnen leiden tot handel tijdens de tweede fixing (om 16u30) aangezien het overeenstemde met een aankooporder van 1.000 aandelen K aan (...) euro en een aankooporder van evenveel aandelen aan (...) euro.

Dit verkooporder werd echter geannuleerd om 16u24'03'', waardoor er geen evenwichtskopers meer was.

Om 16u28'17'' werd nog een verkooporder geplaatst voor rekening van een derde via L voor (...) aandelen aan een limiet van (...) euro. Hierdoor ontstond een nieuwe TOP van (...) euro, eveneens binnen de toegelaten afwijkingsdrempels van de referentiekopers.

14. Kort daarna plaatste X het derde verkooporder in kwestie.

Het betreft een dagorder, zoals reeds aangegeven voor de verkoop van (...) aandelen K aan een limiet van (...) euro, geplaatst om 16u29'56''.

Dit order had opnieuw een gelijkaardig drievoudig gevolg: een nieuwe TOP van (...) euro, de inwerkingtreding van de handelsremmer of "circuit breaker" waardoor geen handel mogelijk was, en een nieuwe verlaging van de referentiekopers met 10% tot (...) euro.

Het werd geannuleerd om 16u32'35''.

IV.2. De context van de betwiste transacties

15. K, een naamloze vennootschap opgericht naar Belgisch recht kan op het ogenblik van de feiten en vandaag worden omschreven als (...).

K is genoteerd op Euronext in Brussel op de fixingmarkt, waarop tweemaal per dag een koers tot stand wordt gebracht, om 11u30 en om 16u30. De fixingmarkt wordt gekenmerkt door drie fases:

- de pre-opening waarin het orderboek wordt geopend en waarin marktpartijen orders kunnen inbrengen. Indien er geen aankoop- en verkooporders overeenstemmen, komt er geen evenwichtskoers tot stand en vinden er geen transacties plaats. Indien er wel overeenstemming is tussen aankoop- en verkooporders komt er een evenwichtskoers tot stand: de zogenaamde "Theoretical Opening Price" of TOP. De evenwichtskoers komt tot stand op het niveau waar het grootste aantal aandelen kan worden verhandeld;
- de fixing (eerste fixing om 11u30 en tweede fixing om 16u30) waarin de transacties tot stand komen aan de evenwichtsprijs op het moment van de fixing;
- de zogenaamde "Trading at last" of TAL: de periode van een half uur na de fixing (respectievelijk tot 12u en 17u) waarin er nog handel kan plaatsvinden, maar enkel tegen de evenwichtskoers op het moment van de fixing / de vastgestelde veilingprijs.

De fixingmarkt wordt verder gekenmerkt door zogenaamde "circuit breakers" of handelsremmers en een referentiekopers. Als de TOP op het moment van de fixing meer dan 10% afwijkt van de koers van de vorige fixing, is er geen handel. Er wordt dan wel een nieuwe referentiekopers bepaald, 10% hoger of lager dan de vorige referentiekopers.

Op het ogenblik van de feiten was X de grootste aandeelhouder van K (met een positie van (...)% per eind (...)).

De heer Y is via zijn vennootschap M grootaandeelhouder van X en tevens voorzitter van de raad van bestuur van X. Op het moment van de feiten was de heer Y ook bestuurder van K.

16. Als gevolg van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder moesten de niet-opgeëiste gedematerialiseerde effecten tussen 1 januari 2015 en 30 november 2015 door de emittent openbaar te koop worden

aangeboden. De opbrengst van de verkoop, evenals de niet verkochte aandelen moesten aan de Deposito- en Consignatiekas worden overgemaakt.

Voor K ging het om (...) aandelen. Deze werden te koop aangeboden door N op (...). Dit gebeurde in nauw overleg met de heer Y in zijn hoedanigheid van bestuurder van K.

17. De medewerker van N overlegde daarbij in het bijzonder met de heer Y, in zijn hoedanigheid van bestuurder van K, over de te plaatsen hoeveelheden en de prijs waaraan de aandelen te koop zouden worden aangeboden.

Het orderboek van K op (...), met beschrijving van gevoerde telefoongesprekken tussen de medewerker van N en de heer Y tijdens de pre-opening van de tweede fixing en tijdens de TAL na de tweede fixing, wordt gedetailleerd uiteengezet in randnummers 161 – 168 van het onderzoeksverslag van de auditeur.

Zo blijkt uit telefoongesprek nr. 890001000039527 (stukken A.5.5. en A.18.9. van de auditeur) dat zij om 16u20 de verdere prijszetting bespraken voor de te plaatsen verkooporders van aandelen K in het kader van de verplichte openbare verkoop van de niet-opgeëiste gedematerialiseerde aandelen. Ze kwamen tot de conclusie dat de laagste mogelijke prijs ten opzichte van de referentiekopers Z euro betrof. (De heer Y corrigeerde hierbij de medewerker van N en getuigde daarbij van een goed begrip van de referentiekopers en de werking van de handelsremmer of “circuit breaker”.) Zij kwamen overeen dat N het verkooporder zou plaatsen tegen deze laagst mogelijke prijs.

Om 16u29'18'' plaatste X, via R, een aankooporder voor (...) aandelen K aan een limiet van Z euro. De TOP stond toen op (...) euro.

Om 16u29'56'' plaatste N een verkooporder van (...) aandelen K aan een limiet van (...) euro. Dit bracht de TOP naar Z euro.

Tijdens de tweede fixing was er evenwichtskopers op Z euro, die niet meer dan 10% afwijkt van de vorige referentiekopers (... euro). Er vond dan ook handel plaats. X kon aldus reeds (...) aandelen aankopen aan de laagst mogelijke prijs van Z euro.

Tijdens de TAL om 16u30'09'' plaatste N een nieuw verkooporder voor (...) aandelen K aan de vastgestelde evenwichtsprijs tijdens de tweede fixing op (...). Dit aankooporder stemde overeen met het resterende deel van het door X om 16u29'18'' geplaatste aankooporder voor (...) aandelen.

Om 16u30'40'' plaatste X, via R, een nieuw aankooporder voor (...) aandelen aan een limiet van Z euro.

Uit telefoongesprek nr. 890001000039545 (stukken A. 5.5. en A.18.9. van de auditeur en randnummer 168, p. 63 van zijn onderzoeksverslag) blijkt dat de heer Y om 16u32 opnieuw belde met de medewerker van N. Deze medewerker bracht het aankooporder voor (...) aandelen ter sprake dat net voordien in de markt was geplaatst en vroeg of hij de verkoop mocht afmaken door de nog resterende (...)

aandelen K in de markt te plaatsen. De heer Y bevestigde en de medewerker van N plaatste het order. Nog tijdens het telefoongesprek kon hij de transactie bevestigen.

De (...) aandelen K zijn verkocht. (...) aandelen ervan werden gekocht door X aan de laagst mogelijke prijs, zijnde Z euro.

Uit geen enkel stuk blijkt dat de heer Y de medewerker van N had ingelicht over het feit dat X deze verkooporders had geplaatst via R.

Zowel de drie, voor rekening van X, op (...) geplaatste verkooporders in kwestie, als de, voor rekening van X, op (...) geplaatste aankooporders, werden door de heer Y ingegeven vanop een effectenrekening op naam van X (cf. definitief onderzoeksverslag van de auditeur, p. 71 – 73 en stukken A. 95., A.89. en A.53. van de geïnventariseerde stukken van de auditeur, waarnaar de zo-even aangehaalde pagina's van het onderzoeksverslag in het bijzonder verwijzen).

V. Beoordeling door de sanctiecommissie

V.1. Argumenten in verband met de ontvankelijkheid van de procedure

V.1.1. Toepasselijkheid van artikel 6 EVRM op de procedure voor de sanctiecommissie

18. In hun schriftelijke memorie van antwoord betogen partijen dat niet kan worden betwist dat artikel 6 EVRM en de waarborgen die erin vervat liggen minstens van toepassing zijn op de procedure in haar geheel. Zij leiden hieruit af dat een schending van deze waarborgen in de voorafgaande, administratieve fase het eerlijk proces reeds op een definitieve en onherstelbare wijze in het gedrang kan brengen.

Bovendien wijzen zij erop dat de FSMA ook op grond van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur verplicht is om de rechten van verdediging te respecteren.

Zij besluiten dat de waarborgen vervat in artikel 6 EVRM doorwerken in deze procedure voor de sanctiecommissie en door de FSMA dienen te worden nageleefd.

19. Het directiecomité voert aan dat artikel 6 EVRM niet als dusdanig van toepassing is op de procedures voor de sanctiecommissie en derhalve niet kan worden ingeroepen als grondslag om deze procedure onontvankelijk te verklaren.

20. De sanctiecommissie is van oordeel dat artikel 6 EVRM niet als zodanig van toepassing is op deze procedure aangezien zij beslist als (orgaan van een) administratieve overheid, niet als administratieve rechtbank of als rechtscollege.

Gelet op het voorwerp van haar beslissing (administratieve sanctionering, oordelen over mogelijke inbreuken op het verbod op marktmanipulatie die gesanctioneerd kunnen worden met een administratieve geldboete / met sancties die een strafrechtelijk karakter hebben) is de procedure voor de sanctiecommissie niet enkel gebonden door de beginselen van behoorlijk bestuur, maar ook door de fundamentele regels en beginselen van proces- en strafrecht voor zover die niet onverenigbaar zijn met de opdracht van de FSMA of met de toepasselijke regelgeving.

De niet-toepasselijkheid van artikel 6 EVRM belet dus niet dat de procedure voor de sanctiecommissie de waarborgen dient te bieden die voortvloeien uit de toepassing van de door het hof van cassatie erkende algemene rechtsbeginselen, waaronder de rechten van verdediging.

Het belet evenmin dat de sanctiecommissie er, binnen de grenzen van haar wettelijk kader, over waakt (en dient te waken) dat de essentiële waarborgen op een eerlijk proces vervat in artikel 6 EVRM in haar geheel niet onherroepelijk worden aangetast, zonder mogelijkheid tot herstel, niettegenstaande het beroep in volle rechtsmacht voor het Marktenhof.

Dit werd reeds meermaals bevestigd door het hof van beroep te Brussel (Brussel, 13 december 2011, *BFR* 2012, p. 215, § 51; Brussel, 24 september 2015 (NL), *DAOR* 2015, p. 110, § 38; Brussel, 24 september 2015 (FR), *RPS-TRV* 2016, p. 774 -775, §§ 114 en 119). Ook het hof van cassatie heeft dit inmiddels bevestigd onder meer in een arrest van 9 november 2018 (Cass., 9 november 2018, C.17.0220.N, § 7).

V.1.2. Beoordeling van de zorgvuldigheid waarmee het onderzoek werd gevoerd en de rechten van verdediging

21. Partijen voeren aan dat het onderzoek van de auditeur vooringenomen zou zijn en behept met meerdere onzorgvuldigheden die elk apart en minstens samen de rechten van verdediging van partijen op onherstelbare wijze zouden schenden. Zij argumenteren verder dat bijgevolg het definitieve onderzoeksverslag, maar ook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk moeten worden verklaard aangezien de volledige verdere procedure zowel in de beslissingsfase bij het directiecomité, als in de fase voor de sanctiecommissie volledig gebaseerd zouden zijn op dit onderzoek.
22. Het directiecomité voert in hoofdorde aan dat er geen sprake is van een schending van de rechten van de verdediging en, ondergeschikt, dat er geen sprake is van een schending die onherstelbaar is in het licht van de beoordeling van de procedure in haar geheel.

V.1.2.1. Eerste aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: de auditeur heeft nagelaten de door partijen aangehaalde elementen ten gunste in overweging te nemen

23. Een eerste belangrijk voorbeeld van dergelijk aangehaald element waarvan partijen de auditeur verwijten dat het niet of onvoldoende is opgenomen in het onderzoeksverslag, minstens niet zou worden aangegeven waarom er geen rekening mee werd gehouden, betreft de overdracht, op (...), van (...) van de, op (...) door X verworven (...) aandelen K aan de heer J aan dezelfde prijs (Z euro per aandeel).

Het element van de overdracht aan de heer J (“(...) aandelen werden aangekocht door X ten behoeve van de heer J”) heeft drie aspecten of facetten.

Ten eerste zou de auditeur deze informatie niet hebben overwogen in zijn definitieve onderzoeksverslag en de feiten zelfs verkeerd hebben voorgesteld door in randnummer 259 van dit onderzoeksverslag te vermelden dat niet werd meegedeeld hoe en wanneer de betaling van de overgedragen aandelen is gebeurd, terwijl uit stuk 105 van de auditeur toch blijkt dat de heer J heeft verklaard dat de aankoop per bank met eigen middelen is betaald.

Een tweede aspect betreft de beweegredenen achter de aankooporder: de interesse van de heer J, ingegeven door de mogelijkheid van een “reverse listing” van NV K / (...), om zowel aandelen als winstbewijzen K te verwerven, waarbij X faciliterend optrad aangezien zijn bank geen handel in winstbewijzen verzorgde.

Een derde aspect betreft de chronologie: de heer J nam contact met de heer Y na (...), hetgeen ook de verandering van strategie van X van verkopen om de administratieve kosten te delgen naar aankopen zou verklaren.

Partijen benadrukken dat deze drie aspecten, die allen gedocumenteerd zijn door de in de memorie van antwoord in randnummer 33 aangehaalde stukken van het geïnventariseerde dossier van de auditeur (A.87 en A.105) en (aangevuld met stuk 15 van partijen) als leidraad dienden voor een substantieel deel van het pleidooi van partijen tijdens de hoorzitting, rechtstreeks verband houden met de tenlastelegging. Het zijn elementen ten gunste / “à décharge” die in een zorgvuldig opgesteld auditoraatsverslag gereflecteerd hadden moeten zijn (overwogen en beantwoord) in plaats van te worden genegeerd.

Daarnaast geven partijen, op pagina 15 van hun memorie van antwoord, nog twee andere voorbeelden van, naar hun oordeel, ten onrechte genegeerde elementen ten gunste: de omvang en de prijs van de drie verkooporders in kwestie in vergelijking met de kooporders op (...) en de omzetontwikkeling van het aandeel K op (...) ten gevolge van de dematerialisatie-verkoop.

Partijen leiden hieruit af dat het zorgvuldigheidsbeginsel en het recht op een eerlijk proces werden geschonden en verzoeken daarom dat het onderzoeksverslag van de auditeur, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit worden afgeleid, nietig en onontvankelijk worden verklaard.

24. Het directiecomité wijst er, vooreerst meer algemeen, op dat de rechten van verdediging worden geëerbiedigd als de bij het onderzoek betrokken persoon zijn opmerkingen schriftelijk heeft kunnen laten gelden, aanvullende documenten heeft kunnen neerleggen en om bijkomende onderzoeksdaden heeft kunnen vragen, en dat X en de heer Y daartoe in de gelegenheid werden gesteld in de onderzoeksfase. Het directiecomité wijst er bovendien op dat partijen ook in de tegensprekelijke fase voor de sanctiecommissie daartoe nog in de gelegenheid zijn en dat nadien alle opmerkingen en argumenten nog kunnen worden voorgelegd aan het Marktenhof.

Vervolgens wijst het erop dat het auditoraatsverslag (hoofdstuk V, p. 106 – 118) twaalf pagina’s wijdt aan de middelen en argumenten die partijen in hun schriftelijke bemerkingen bij voorlopige vaststellingen van de auditeur hebben aangevoerd.

Meer specifiek wat betreft de overdracht en de redenen daarvoor van aandelen K door X aan de heer J wijzen zij erop dat deze aandelenoverdracht het voorwerp heeft uitgemaakt van verschillende onderzoeksdaden (cf. stukken A.87, A.89, A.104, A.105, A.106 en A.107) en dat het niet is omdat de auditeur bepaalde door partijen aangebrachte elementen niet heeft weerhouden als elementen ten gunste, dat hieruit een schending van de rechten van verdediging zou kunnen worden afgeleid.

25. De sanctiecommissie is van oordeel dat op grond van een onderzoek van de door partijen aangevoerde en hierboven in paragraaf 23 van deze beslissing samengevatte argumentatie, getoetst aan het definitief onderzoeksverslag (met name aan randnrs. 259 – 287), niet blijkt dat een gebrek aan zorgvuldigheid kan worden vastgesteld in de wijze waarop de auditeur het onderzoek heeft gevoerd. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om op grond van een schending van het zorgvuldigheidsbeginsel het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen.

De overdracht aan de heer J wordt wel degelijk in al zijn facetten vermeld en beantwoord in randnummers 258 -261 van het definitief onderzoeksverslag. Er wordt expliciet vermeld dat partijen stellen dat X op (...) (...) aandelen zou hebben verworven voor de heer J en dat de heer J pas na (...) had aangegeven dat hij aandelen K wenste te kopen. Er wordt daarbij uitdrukkelijk verwezen naar stuk A.105, alsook naar stukken A.113 en A.107.

Er kan dan ook niet worden aangenomen dat stuk A.105 werd weggemoffeld in het geïnventariseerde dossier, noch dat het door partijen aangehaalde element van de overdracht aan de heer J wordt genegeerd in het definitief onderzoeksverslag.

Evenmin kan een gebrek aan zorgvuldigheid worden afgeleid uit de beweerdelijk, met stuk A.105 strijdige, vermelding in het definitief auditoraatsverslag (randnummer 259, tweede alinea) dat partijen niet meedelen hoe en wanneer de betaling door de heer J is gebeurd. Uit stuk A.107 van het dossier van de auditeur blijkt immers dat de door hem aan de Nederlandse Autoriteit voor Financiële Markten (AFM) gestelde onderzoeksvraag of er een corresponderende betaling was voor de overgedragen aandelen door de heer J naar een rekening van X of de heer Y negatief werd beantwoord. Uit voornoemd stuk blijkt inderdaad dat de compliance officer van R heeft geantwoord dat volgens haar beste kennis en na intern onderzoek geen dergelijke betaling (“cash transfer”) werd gevonden. Bij gebreke aan een stuk dat dergelijke betaling bewijst (cf. stuk 6 van de inventaris van de stukken van partijen dat werd neergelegd op 11 juni 2020) en dat voorafgaandelijk aan de opstelling van het definitief onderzoeksverslag werd meegedeeld aan de auditeur, strookt de geviseerde vermelding van de auditeur in zijn verslag met de vereiste zorgvuldigheid. De gestelde onderzoeksvraag aan de AFM getuigt trouwens van een zorgvuldig onderzoek naar de feitelijke aspecten van het dossier.

Evenmin kan een gebrek aan zorgvuldigheid worden afgeleid uit het feit dat het definitief onderzoeksverslag niet ingaat op de reden of het motief (de mogelijkheid

van een “reverse listing” / (...) van de heer J om aandelen (en winstbewijzen) K te kopen. Voor het beoordelen van de zorgvuldigheid van het gevoerde onderzoek in het licht van de door partijen aangevoerde argumenten, volstaat de vaststelling dat het definitief onderzoeksverslag expliciet de door partijen aangevoerde beweegreden achter de aankooporder (de interesse van de heer J) vermeldt, zonder dat dit vereist dat bovendien wordt ingegaan op de motieven van de heer J onderliggend aan diens interesse. Voorafgaand aan het pleidooi van partijen tijdens de hoorzitting, werd dit motief van de “reverse listing” / (...), trouwens niet aangehaald als een element van belang om de wijziging van strategie van X (verkopen op (...), kopen op (...)) specifiek of bijkomend te verklaren. Dit blijkt afdoende uit een vergelijking van p. 14 van de memorie van antwoord van partijen met randnummers 15 en 16 van de neergelegde pleitnota.

Volledigheidshalve wordt nog opgemerkt dat er ook geen gebrek aan zorgvuldigheid van het onderzoek kan worden afgeleid uit de vaststelling dat het definitief onderzoeksverslag in het derde lid van randnummer 259 vermeldt dat evenmin wordt toegelicht waarom de heer J niet zelf, rechtstreeks, de aandelen heeft aangekocht zonder er expliciet op te wijzen dan deze in stuk A.105 aangeeft dat hij een beroep deed op X omdat zijn bank niet kon optreden voor de aankoop van winstbewijzen. Dit verklaart immers nog niet waarom tevens voor de aankoop van aandelen een beroep werd gedaan op X.

Wat de twee overige, door partijen aangehaalde voorbeelden van onzorgvuldigheden betreft, stelt de sanctiecommissie vooreerst vast dat het argument van de omzetontwikkeling op (...) ten gevolge van de dematerialisatie-verkoop omstandig wordt beantwoord in randnr. 264 – 266 van het definitief onderzoeksverslag. Er kan dan ook niet worden aangenomen dat dit argument wordt genegeerd of onvoldoende overwogen en beantwoord in het definitief onderzoeksverslag. Voor het argument betreffende de omvang en de prijs van de orders is de sanctiecommissie van oordeel dat dit argument voldoende omstandig wordt beantwoord in de beschrijving van de impact van de verkooporders in kwestie op de inwerkingtreding van de handelsremmer of “circuit breaker” en de vaststelling van een nieuwe referentiekosten en, bijgevolg, evenmin kan worden aangenomen als een aangetoonde onzorgvuldigheid in de wijze waarop de auditeur zijn onderzoek heeft gevoerd en zijn definitief onderzoeksverslag heeft opgesteld.

26. Daarenboven is de sanctiecommissie van oordeel dat, zelfs indien haar onderzoek van de aangehaalde en hierboven onderzochte beweerde onzorgvuldigheden tot een andere conclusie had geleid en zij één of meer van de aangehaalde elementen had kunnen vaststellen, daaruit geen onherstelbare schending van het recht op een eerlijk proces kan worden afgeleid. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om op grond van een schending van het recht op een eerlijk proces, het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen.

Partijen hebben immers in de tegensprekelijke fase voor de sanctiecommissie de mogelijkheid om hun opmerkingen te maken, aanvullende documenten in te dienen en aanvullende onderzoeksdaden te vragen. Zelfs indien de auditeur bepaalde elementen ten gunste zou hebben genegeerd (*quod non*), dan kunnen partijen voor de sanctiecommissie dergelijke onzorgvuldigheid perfect herstellen door daarop te wijzen in hun schriftelijke bemerkingen en memorie van antwoord en aldus hun recht op een eerlijk proces vrijwaren.

V.1.2.2. Tweede aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: miskennis van de beginselen van behoorlijk bestuur

27. Een tweede door partijen aangevoerde onzorgvuldigheid die het onderzoek van de auditeur zou aantasten betreft een tweevoudige schending van de beginselen van behoorlijk bestuur.

Deze beginselen zouden ten eerste geschonden zijn in het kader van de contacten tussen de auditeur en partijen over een mogelijke minnelijke schikking doordat het door de auditeur voorgestelde bedrag van de minnelijke schikking willekeurig, onredelijk en disproportioneel zou zijn in verhouding tot de ernst van de beweerde inbreuk en onvoldoende gemotiveerd. Door deze schending van de beginselen van zorgvuldigheid, redelijkheid en proportionaliteit zou de partijen een eerlijke kans op het bekomen van een minnelijke schikking zijn ontnomen. Bovendien zou zo tevens artikel 70, § 1bis, van de Wet van 2 augustus 2002 (memorie van antwoord partijen, randnummer 40) geschonden zijn. Wat betreft voormelde correspondentie wordt in het bijzonder verwezen naar een e-mail van de auditeur (stuk 2 van de inventaris van de stukken van het dossier van partijen en stuk A.138 van de geïnventariseerde stukken van de auditeur) waarin deze stelt dat de FSMA volledig vrij is in het bepalen van het voorgestelde bedrag en niet is gebonden door een methodiek.

Deze beginselen zouden ten tweede geschonden zijn doordat het definitief auditoraatsverslag geen rekening zou hebben gehouden met de door partijen op 16 mei 2019 aan de auditeur meegedeelde conclusies van de expert opinie van professor (...).

Beide schendingen worden ieder afzonderlijk ingeroepen om het definitieve onderzoeksverslag van de auditeur, de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren.

28. Het directiecomité wijst er, enerzijds, op dat de FSMA niet kan worden verweten dat de wet geen berekeningsmethode voorschrijft voor de berekening van het bedrag van een minnelijke schikking. Anderzijds wijst het erop dat het bedrag van de minnelijke schikking besproken werd met partijen en de berekeningswijze ervan meermaals werd toegelicht (stukken A.138 e.v. van het dossier van de auditeur). Ter bevestiging hiervan wordt nog verwezen naar een aanvullend stuk (de bijlage bij de brief van de auditeur aan de voorzitter van het directiecomité van 9 juli 2019), neergelegd samen met de schriftelijke memorie of bemerkingen van het directiecomité. Punt 1 van deze bijlage geeft een overzicht van contacten tussen de auditeur en de partijen in de

periode november 2018 – juni 2019. In punt 3 wordt aangegeven dat het voorgestelde schikkingsbedrag een reflectie was van de zwaarte van de feiten en in het bijzonder rekening hield met het profiel en de mate van verantwoordelijkheid van de heer Y, de bewuste manipulatie en de schade van derden. Uit de diverse contacten met partijen over de minnelijke schikking kan volgens het directiecomité worden besloten dat partijen een eerlijke kans kregen op het bekomen van een minnelijke schikking.

Wat betreft de tweede door partijen aangevoerde schending van de beginselen van behoorlijk bestuur, wijst het directiecomité erop dat de auditeur niet kan worden verweten geen rekening te hebben gehouden met de conclusies van de expert opinie aangezien deze opinie niet aan de auditeur ter beschikking werd gesteld, maar louter gedeeltelijke uittreksels uit de conclusies van deze opinie werden gekopieerd in een e-mail van de raadsman van partijen (stuk A.155 van het dossier van de auditeur).

Tot slot wijst het directiecomité erop dat de beslissing om een procedure in te stellen afdoende werd gemotiveerd in de kennisgeving van de grieven, met inbegrip van de voorgestelde geldboete waardoor verweerders zich met volledige kennis van zaken kunnen verantwoorden voor de sanctiecommissie zonder een schending van de formele en materiële motiveringsplicht en van de beginselen van zorgvuldigheid, redelijkheid en proportionaliteit te kunnen aanvoeren.

29. De sanctiecommissie is vooreerst van oordeel dat de door partijen geuite kritiek op het verloop van de contacten, besprekingen en correspondentie tussen de auditeur en partijen over een mogelijke minnelijke schikking en het bedrag daarvan, niet van aard is om de rechtsgeldigheid te kunnen aantasten van het definitieve onderzoeksverslag van de auditeur, de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid (waaronder, in het bijzonder, de saisine van de sanctiecommissie).

De sanctiecommissie is niet het bevoegde orgaan om te beslissen over een voorstel tot minnelijke schikking. Overeenkomstig artikel 71, § 3, van de Wet van 2 augustus 2002 kan alleen het directiecomité, voordat de grieven ter kennis worden gebracht, een minnelijke schikking aanvaarden voor zover de betrokken personen hebben meegewerkt aan het onderzoek en zij voorafgaandelijk met die minnelijke schikking hebben ingestemd. Als zodanig is het aanvaarden van een minnelijke schikking één van de mogelijke (elkaar uitsluitende, exclusieve of niet-cumuleerbare) gevolgen die het directiecomité, op grond van artikel 71 van de Wet van 2 augustus 2002, kan verlenen aan het (definitief) onderzoeksverslag, naast het instellen van een procedure voor de sanctiecommissie die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete of het zonder gevolg klasseren van het dossier.

Indien de sanctiecommissie wordt gevat, betekent dit *ipso facto* dat het directiecomité een ander gevolg heeft verleend aan het definitieve onderzoeksverslag dan het aanvaarden van een minnelijke schikking. (De voorbereidingen en contacten van de auditeur met betrekking tot een mogelijke

minnelijke schikking in de onderzoeksfase doen immers geen afbreuk aan de beslissingsbevoegdheid van het directiecomité.)

De opdracht van de sanctiecommissie bestaat er dan in, op grond van het definitieve onderzoeksverslag en bijhorende stukken, de grieven waarvan de betrokken partijen in kennis werden gesteld, de schriftelijke bemerkingen van partijen en van het directiecomité en hun respectieve stukken, het tegensprekelijk debat tijdens de hoorzitting en eventueel bijkomend onderzoek, te oordelen over de tenlastelegging vervat in de grieven en te beslissen over een eventueel op te leggen administratieve geldboete en bekendmaking van haar beslissing.

Het relaas van het door de auditeur (in de praktijk) geleverde voorbereidend werk (opgenomen in randnummer 5 van het definitief onderzoeksverslag) om bij te dragen tot het snel en efficiënt verloop van de procedure door eventueel een voorstel van minnelijke schikking te formuleren vooraleer het definitief onderzoeksverslag werd overgemaakt aan het directiecomité is dan ook per definitie van weinig of geen belang voor de beslissing van de sanctiecommissie.

In geen geval kan een voorstel van de auditeur tot minnelijke schikking dat, na diverse besprekingen en correspondentie met bemerkingen en zelfs heuse tegenvoorstellen, finaal niet wordt aanvaard door partijen, op grond van een beweerdelijk ontnomen eerlijke kans op een minnelijke schikking om reden dat het voorgestelde bedrag willekeurig, onredelijk en disproportioneel zou zijn, op ontvankelijke wijze voor de sanctiecommissie worden ingeroepen om te verzoeken dat zij het definitieve onderzoeksverslag van de auditeur, de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk zou verklaren.

Gelet op de wettelijke opdracht en bevoegdheid van de sanctiecommissie is dergelijk verzoek om te oordelen over het door de auditeur geleverde voorbereidende werk tot het eventueel aanvaarden van een minnelijke schikking door het directiecomité een onontvankelijk middel wegens gebrek aan bevoegdheid van de sanctiecommissie.

Dit blijkt ook hieruit dat het beoordelen of het voorgestelde bedrag van de minnelijke schikking steun vindt in rechtsgeldige motieven en in verhouding staat tot de ernst van de inbreuk, zou vergen dat de sanctiecommissie vooruitloopt op de grond van de zaak, wat haaks staat op haar wettelijke opdracht om hierover onbevooroordeeld, onafhankelijk en onpartijdig te oordelen in het kader van de procedure die kan leiden tot het opleggen van een administratieve geldboete.

Na kennisgeving van de grieven en saisine van de sanctiecommissie, is de minnelijke schikking noodzakelijkerwijze van de baan omdat het directiecomité besliste een ander gevolg te geven aan het definitief onderzoeksverslag. Binnen het kader van de door die beslissing ingestelde procedure die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete is het mogelijke gevolg van de aanvaarding van een minnelijke schikking een omgeslagen blad en per definitie zonder gevolg of pertinentie voor de rechten van verdediging en het eerlijk karakter van het verloop

van deze procedure voor de sanctiecommissie. In de procedure voor de sanctiecommissie is de mogelijkheid van partijen om hun verweer te voeren over de grieven en de voorgestelde sanctie volkomen gaaf of gevrijwaard, niettegenstaande het feit dat partijen geen akkoord bereikten met de auditeur over een aanvaardbaar bedrag van een eventuele minnelijke schikking. Hun rechten van verdediging in de procedure voor de sanctiecommissie zijn niet aangetast door het verloop en de afloop van de voorbereidende contacten met de auditeur in het kader van de eventuele of mogelijke aanvaarding van een minnelijke schikking door het directiecomité. Er is in dit opzicht geen sprake van een schending van de rechten van verdediging van partijen, laat staan van een onherstelbare schending van deze rechten.

30. Wat betreft de tweede door partijen aangevoerde schending van de beginselen van behoorlijk bestuur (schending van het zorgvuldigheidsbeginsel doordat het definitief auditoraatsverslag geen rekening zou hebben gehouden met de door partijen op 16 mei 2019 aan de auditeur meegedeelde conclusies van de expert opinie van de professor (...)), is de sanctiecommissie, na onderzoek van de argumenten van het directiecomité en van partijen en stuk A.155 van het dossier van de auditeur, allereerst van oordeel dat er geen sprake is van een schending van het beginsel van zorgvuldigheid.

Gelet op het feit dat de expert opinie blijkens stuk A.155 van het dossier van de auditeur niet werd meegedeeld aan de auditeur, maar slechts enkele conclusies werden gekopieerd in een e-mail van de raadsman van partijen die bijna twee maanden voorafgaat aan de datum (12 september 2019) waarop de expert opinie klaar was (cf. stuk 3 van de inventaris van de stukken van het dossier van partijen), volstaat de wijze waarop de expert opinie wordt vermeld in randnummer 6 van het definitief onderzoeksverslag, om te besluiten dat het optreden van de auditeur in dit opzicht niet wordt gekenmerkt door een gebrek aan zorgvuldigheid. Gelet op de vermelding in voormeld randnummer van het onderzoeksverslag is de premisse van een volledig stilzwijgen van de auditeur (memorie van antwoord van partijen, randnummer 46) die de conclusie van de beweerdelijk begane onzorgvuldigheid zou moeten schragen, feitelijk onjuist. Beoordeeld op basis van stuk A.155 is het trouwens evenzeer feitelijk onjuist om te beweren dat het vaststaat dat de argumenten van professor (...) aan de auditeur werden bezorgd. De e-mail van de raadsman van partijen aan de auditeur van 16 mei 2019 bevat immers geen argumenten die de weergegeven conclusies onderbouwen.

Bovendien is de sanctiecommissie van oordeel dat, zelfs indien haar onderzoek van de aangehaalde en hierboven onderzochte beweerde onzorgvuldigheid tot een andere conclusie had geleid en zij zou hebben vastgesteld dat de auditeur het beginsel van zorgvuldigheid zou hebben geschonden door een volledig stilzwijgen over meegedeelde argumenten van een expert, dan nog zou daaruit geen onherstelbare schending van de rechten van verdediging van partijen kunnen worden afgeleid. De mogelijkheid van partijen om de expert opinie aan te wenden in hun verweer tijdens de tegensprekelijke fase voor de sanctiecommissie is immers volkomen gaaf en onaantast. Indien de onzorgvuldigheid zou begaan zijn geweest,

dan konden partijen dergelijke onzorgvuldigheid perfect herstellen in de procedure voor de sanctiecommissie door de expert opinie aan te wenden in hun verweer en neer te leggen als een stuk van hun dossier.

31. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om, op grond van een schending van de aangehaalde tweevoudige miskenning van de beginselen van behoorlijk bestuur, het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen.

V.1.2.3. Derde aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: omkering van de bewijslast

32. Partijen voeren aan dat de auditeur is uitgegaan van een vermoeden van schuld en aldus de in artikel 6.2. EVRM vervatte waarborg inzake onschuldpresumptie heeft geschonden. Om dit verwijt te schragen citeren zij passages uit het addendum bij de opinie van professor (...) van 11 juni 2020 (stuk 11 uit de inventaris van de stukken van het dossier van partijen) (memorie van antwoord van partijen, randnummers 53 en 55) waaruit zou blijken dat het onderzoek van de auditeur onvoldoende onderbouwd is om te bewijzen dat de drie verkooporders in kwestie een inbreuk vormen op het verbod van marktmanipulatie. Samengevat blijkt uit deze geciteerde passages dat professor (...) met name van oordeel is dat er geen direct bewijs is waaruit de manipulatieve bedoeling zou volgen, dat er geen *sine qua non* relatie is tussen de beweerde manipulatie en het beweerdelijk beoogde voordeel, dat er geen invloed is van de geviseerde verkooporders op de biedprijs en dus ook geen vermogensvoordeel. Tevens verwijzen partijen daartoe naar de algemene en speculatieve bewoordingen van de, door partijen als essentieel aangemerkte, voetnoot 49 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité.

Op grond van deze aangevoerde schending van de onschuldpresumptie verzoeken partijen dat het onderzoeksverslag van de auditeur, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit worden afgeleid, nietig en onontvankelijk worden verklaard.

33. Het directiecomité stelt daarentegen dat het onderzoek objectief en onafhankelijk is gevoerd, zonder het vermoeden van onschuld van partijen te schenden. Het wijst erop dat de auditeur op basis van een geheel van aanwijzingen tot het besluit komt dat de partijen zich schuldig hebben gemaakt aan marktmanipulatie en dat de methode van het bewijs op grond van een geheel van aanwijzingen van marktmanipulatie of misbruik van voorkennis, overeenkomstig rechtspraak van het Europees Hof voor de Rechten van de Mens, meermaals werd gevalideerd door de sanctiecommissie en het hof van beroep te Brussel.
34. De sanctiecommissie is van oordeel dat op basis van de door partijen aangehaalde passages uit het addendum van de expert opinie van professor (...) (stuk 11 uit de inventaris van de stukken van het dossier van partijen) (memorie van antwoord van partijen, randnummers 53 en 55) en het argument betreffende voetnoot 49 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité niet kan worden besloten dat werd

aangetoond dat de auditeur het vermoeden van onschuld zou hebben geschonden. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om op grond van een schending van een omkering van de bewijslast het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen.

De aangehaalde passages uit het addendum van de expert opinie van professor (...) (stuk 11 uit de inventaris van de stukken van het dossier van partijen) (memorie van antwoord van partijen, randnummers 53 en 55) zijn immers van aard dat zij zich slechts lenen tot een beoordeling ten gronde. Partijen kunnen bovendien niet worden bijgetreden in hun kwalificatie van de door hen aangehaalde laatste zin van voetnoot 49 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité als essentieel. Dat dergelijke voorstelling niet correct is, blijkt afdoende wanneer de zin wordt teruggeplaatst en gelezen in het geheel van de ganse voetnoot op pagina 39 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité. Hieruit blijkt immers dat deze zin niet wezenlijk of essentieel is voor de argumentatie van het directiecomité, maar "louter ten overvloede" de wezenlijke argumentatie aanvult betreffende het doen dalen van de referentiekopers, die niet in algemene en speculatieve bewoordingen is gesteld en hieronder zal worden behandeld bij de beoordeling van de grond van de zaak. Bijgevolg kan uit deze, in algemene en speculatieve bewoordingen, aangehaalde zin niet worden afgeleid dat het directiecomité is uitgegaan van een schuldvermoeden.

V.1.2.4. Vierde aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: schending van het zwijgrecht

35. Onder verwijzing naar artikel 6.3 van het EVRM voeren partijen aan dat zij niet juist werden geïnformeerd over hun status als verdachte ten tijde van het verhoor van de heer Y (en van de heer A). In de oproep voor hun verhoor van 29 juni 2017 werd niet verduidelijkt of er een verdenking tegen hen bestond in persoon en werd niet gewezen op de rechten van verdediging. Bovendien zou de heer Y voorgelogen zijn doordat in antwoord op zijn vraag tijdens het verhoor of hij of X verdachte was, werd geantwoord dat niet het geval was, terwijl uit de beslissing van het directiecomité van 14 juni 2016 het tegendeel blijkt (stuk A.109 van het dossier van de auditeur).

Op grond van deze schending van de rechten van verdediging in het kader van het verhoor, verzoeken partijen dat het onderzoeksverslag van de auditeur, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit worden afgeleid, nietig en onontvankelijk worden verklaard.

36. Het directiecomité betoogt ten eerste dat uit stukken A.67 en A.77 van het dossier van de auditeur voldoende blijkt de heren Y en A duidelijk ten persoonlijke titel werden opgeroepen voor het verhoor, niet als vertegenwoordigers van NV X of NV K, alsook dat het verhoor kaderde in een onderzoek van de auditeur aangaande feiten die een inbreuk zouden kunnen uitmaken op de verbodsbepalingen inzake marktmisbruik en meer bepaald naar transacties in aandelen K op (...) en de dagen

voordien. Vervolgens wijst het directiecomité op het PV of de notulen van het verhoor van de heer Y (stuk A.87) waaruit volgens het directiecomité zou blijken dat de heer Y tijdens zijn verhoor op de hoogte was van zijn status als verdachte, alsook dat het niet bewezen is dat de heer Y zou hebben gevraagd of hij verdacht werd en dat zulks zou zijn ontkend. Dergelijke vraag blijkt immers niet uit het door de heer Y ondertekende PV of de notulen van het verhoor, terwijl deze toch de aanvullende opmerkingen bevatten die de heer Y aan het einde van zijn verhoor wilde toevoegen. Het directiecomité is dan ook van oordeel dat het ingeroepen middel van onontvankelijkheid moet worden afgewezen.

37. De sanctiecommissie is van oordeel dat, ofschoon op basis van de notulen van het verhoor van de heer Y (stuk A.87 van het dossier van de auditeur) kan worden vastgesteld dat in de uitnodiging voor het verhoor (stuk A.77) inderdaad niet expliciet wordt vermeld dat de heer Y als verdachte wordt verhoord of beschouwd, de rechten van verdediging van partijen in verband met het verhoor op 2 augustus 2017 toch voldoende werden gerespecteerd door de combinatie van, enerzijds, het via de AFM aan de Nederlandse raadsman van partijen voorafgaand aan het verhoor meegedeelde antwoord op de vraag van deze laatste naar de status van het onderzoek en de mogelijkheid dat een boete zou worden opgelegd met, anderzijds, de mededeling bij de aanvang van het verhoor waarbij de heer Y met name wordt gewezen op zijn zwijgrecht. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om, op grond van een schending van de rechten van verdediging in verband met het verhoor, het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen. Deze motieven kunnen nog als volgt nader worden toegelicht.

Ten eerste blijkt uit de stukken van het dossier van de auditeur dat de heer Y en zijn Nederlandse raadsman, de heer B, met tussenkomst van de AFM, ruim op voorhand in kennis waren gesteld van het verzoek van de FSMA om de heer Y te verhoren en dat zij werden geïnformeerd over het voorwerp en de context van het verhoor. Uit een e-mail van 24 april 2017 van de AFM aan de FSMA vervat in de ketting van e-mails die in het dossier van de auditeur werd opgenomen als stuk A.76 blijkt inderdaad dat de heer Y op die datum reeds op de hoogte was gesteld van het verzoek om gehoord te worden. Op 10 mei 2017 vraagt advocaat B onder meer in welke hoedanigheid de heer Y wordt verhoord en op 12 mei 2017 wordt geantwoord dat hij ten persoonlijke titel wordt opgeroepen (stuk A.76 van het dossier van de auditeur). Ditzelfde antwoord vermeldt ook reeds dat de onderzochte feiten betrekking hebben op een mogelijk geval van marktmanipulatie in het aandeel K met als relevante verbodsbepaling artikel 25, § 1, 2° en 3°, van de Wet van 2 augustus 2002. Op 15 juni 2017 legt de AFM nog de vraag van advocaat B voor of de mogelijkheid bestaat dat de Belgische toezichthouder zou kunnen overgaan tot het opleggen van een boete, daaraan toevoegend dat dit relevant is met betrekking tot een mogelijk zwijgrecht (e-mail van 15 juni 2017 van de heer I van de AFM aan de heren F en H van de FSMA opgenomen in stuk A.76 van het dossier van de auditeur). Het antwoord van de FSMA

vermeldt onder meer de mogelijkheid van een administratieve geldboete die kan oplopen tot 2.500.000 euro (e-mail van 16 juni 2020 van de auditeur van de FSMA aan de heer I van de AFM). In de uitnodiging voor het verhoor van 2 augustus 2017, verstuurd op 29 juni 2017 (stuk A.77 van het dossier van de auditeur) wordt daaraan nog toegevoegd dat het onderzoek betrekking heeft op transacties in aandelen K d.d. (...) en de dagen eraan voorafgaand. De relevante wettelijke verbodsbepaling (artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002) wordt opnieuw aangehaald en ook de mogelijkheid om aan de overtreder een administratieve geldboete op te leggen wordt opnieuw vermeld.

Deze uitnodiging vermeldt echter niet expliciet dat de FSMA de heer Y wenst te verhoren als verdachte. Nochtans blijkt, bij wijze van contrast, dat de uitnodiging voor het verhoor van de heer C wel expliciet vermeldt dat deze wordt verhoord als getuige (stuk A.13, p. 2 van het dossier van de auditeur).

Het ontbreken van dergelijke expliciete vermelding wordt echter, voor zover als nodig, afdoende opgevangen doordat bij de aanvang van het verhoor de heer Y expliciet in niet mis te verstane bewoordingen wordt gewezen op zijn zwijgrecht: *“De medewerkers delen de heer Y mee dat: (...) zijn verklaringen als bewijs in rechte kunnen worden gebruikt; in dat verband wijzen de medewerkers de heer Y erop dat hij het recht heeft om de gestelde vragen niet te beantwoorden;”*.

Wat betreft de bewering van partijen dat op de vraag van de heer Y tijdens het verhoor of hij als verdachte werd verhoord, ontkennend zou zijn geantwoord, treedt de sanctiecommissie de argumentatie van het directiecomité bij dat zulks niet kan worden aangenomen wegens gebrek aan vermelding ervan in de door de heer Y ondertekende en door hem van aanvullende opmerkingen voorziene notulen van het verhoor.

Volledigheidshalve wordt nog opgemerkt dat de sanctiecommissie het directiecomité eveneens bijtreedt dat verweerders zich niet kunnen beroepen op een vermeende schending van het zwijgrecht van de heer A aangezien deze geen partij is bij deze procedure.

V.1.2.5. Vijfde aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: schijn van willekeur, schending van het gelijkheidsbeginsel

38. Partijen voeren aan, daarbij verwijzend naar de waarschuwing van N van een redelijk vermoeden dat een transactie handel met marktmanipulatie inhoudt (stuk A.5.1. van het dossier van de auditeur), dat het onderzoek is gestart naar aanleiding van de heer C, wiens situatie vergelijkbaar zou zijn met deze van de heer Y aangezien hij ook “dubbele petten” ophad (bestuurder bij K NV en bestuurder bij D NV) en eveneens tegengestelde kooporders heeft geplaatst voor rekening van deze andere vennootschap in de periode van de dematerialisatie (stuk A.100 van het dossier van de auditeur). Zij wijzen er tevens op dat uit stuk A.29 van het dossier van de auditeur blijkt dat ook een zakenrelatie van de heer C een verkooporder plaatste op (...) en een kooporder op (...) die vergelijkbaar zouden zijn met de transacties van X die door het

onderzoek worden aangemerkt als inbreuken op het verbod op marktmanipulatie. Aangezien beide personen echter niet het voorwerp zijn geworden van een procedure voor de sanctiecommissie, leiden partijen hieruit een schijn van willekeur en een schending van het gelijkheidsbeginsel af.

Op grond van deze schending van het gelijkheidsbeginsel, verzoeken partijen dat het onderzoeksverslag van de auditeur, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit worden afgeleid, nietig en onontvankelijk worden verklaard.

39. Het directiecomité betoogt dat de auditeur het dossier objectief heeft onderzocht, met naleving van het onpartijdigheidsbeginsel, het gelijkheidsbeginsel en de saisine van het directiecomité en geen enkele schijn van willekeur heeft gewekt. Ter staving van deze conclusie wijst het directiecomité erop dat de heer C en de heer Y zich duidelijk in een verschillende situatie bevonden aangezien het onderzoek transacties betreft die werden geplaatst door de heer Y voor rekening van X, niet door de heer C.
40. De sanctiecommissie is van oordeel dat er, op basis van een vergelijking van de situatie van partijen met de situatie van de heer C en de heer E en de vaststelling dat laatstgenoemden niet het voorwerp uitmaken van gelijkaardige grieven (of de aanvaarding van een minnelijke schikking) als partijen, niet kan worden besloten dat de auditeur een schijn van willekeur zou hebben gewekt of het gelijkheidsbeginsel zou hebben geschonden. Bijgevolg dient het verzoek van partijen om, op grond van een gewekte schijn van willekeur of een schending van het gelijkheidsbeginsel, het definitieve onderzoeksverslag, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit kunnen worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren, te worden afgewezen.

De sanctiecommissie treedt immers het directiecomité bij dat partijen en de door hen in het kader van dit middel van onontvankelijkheid genoemde personen zich inderdaad niet in gelijkaardige situatie bevinden aangezien het onderzoek transacties betreft die volgens het onderzoeksverslag werden geplaatst door de heer Y voor rekening van NV X en niet door de heer C namens NV D of door de heer E. Evenzo werd het verkooporder van (...) aandelen K van (...) door de N in nauw overleg met de heer Y, in zijn hoedanigheid van bestuurder van K, over de te plaatsen hoeveelheden en de prijs waaraan de aandelen te koop zouden worden aangeboden, in de markt gezet, zonder tussenkomst van de heer C of andere personen aan de kant van NV K. Bijgevolg is er evident geen sprake van een schending van het gelijkheidsbeginsel wanneer, op grond van dit onderzoeksverslag, partijen worden verwezen naar de sanctiecommissie en geen andere personen.

De sanctiecommissie merkt trouwens op dat de door N gemelde verdachte transactie (stuk A.5.1. van het dossier van de auditeur) het verkooporder van X geplaatst door de heer Y op (...) om 11u08'27" voor (...) aandelen aan een limiet van (...) euro betrof. Vervolgens werd de aandacht van de dienst Toezicht op de Markten (SUR) van de FSMA getrokken door de grootste koper die op (...) "*(...) aandelen van de in totaal (...) of 91% van het totaal verhandelde volume aankocht*" (stuk A.1.1.1., p. 3 van het dossier van de auditeur) en werd besloten om nader te analyseren wat er precies gebeurde. Het is deze analyse of dit onderzoek van de dienst Toezicht op de Markten

dat aan de oorsprong ligt van het onderzoek waarmee de auditeur, overeenkomstig artikel 70, § 1, van de wet van 2 augustus 2002, door het directiecomité werd gelast. Na analyse kwam deze dienst tot het besluit dat er voldoende ernstige aanwijzingen van marktmanipulatie waren lastens partijen, niet lastens andere personen.

V.1.2.6. Zesde aangehaalde onzorgvuldigheid / schending van de rechten van verdediging: retroactieve toepassing van de Verordening marktmisbruik

41. Partijen voeren aan dat zowel de auditeur in zijn onderzoeksverslag, als het directiecomité bij de kennisgeving van de grieven toepassing maken van de Verordening marktmisbruik. Nochtans is deze verordening pas in werking getreden na de feiten, op 3 juli 2016. Aangezien deze verordening een strengere strafwet is, werd aldus een strengere strafwet retroactief toegepast. Partijen verzoeken de sanctiecommissie dan ook om het onderzoeksverslag van de auditeur en de beslissing van het directiecomité om het dossier over te maken aan de sanctiecommissie, nietig te verklaren en vast te stellen dat er geen rechtsgevolgen aan kunnen worden toegekend.

Dit aspect werd ook benadrukt door de raadsman van partijen tijdens het pleidooi op de hoorzitting en wordt in lijn met dit pleidooi uitvoeriger beargumenteerd in de neergelegde pleitnota (randnummers 30 – 38 die ruim vijf pagina's beslaan) dan in de memorie van antwoord (randnummers 66 – 68 die amper één pagina beslaan). In deze pleitnota wordt er nog op gewezen dat de retroactieve toepassing van de Verordening marktmisbruik een inbreuk uitmaakt op artikel 7 EVRM. Er wordt nog op gewezen dat zowel de auditeur als het directiecomité bovendien bij de berekening van het vermogensvoordeel een retroactieve toepassing maakten van de op het ogenblik van de feiten op strafrechtelijke geldboetes toepasselijke opdecimen. Zonder retroactieve toepassing van de Verordening marktmisbruik zou er ook geen cumul van sanctioneerbaarheid mogelijk zijn geweest tussen de rechtspersoon (X) en de natuurlijke persoon (de heer Y) die de orders plaatst voor rekening van de rechtspersoon. Tot slot benadrukt de pleitnota in dit verband nog, onder verwijzing naar het leerstuk van de complexe administratieve rechtshandeling, dat de onwettige retroactieve toepassing van de Verordening marktmisbruik afstraalt op de gehele procedure. Tijdens het pleidooi op de hoorzitting werd het argument van het directiecomité dat de Verordening marktmisbruik werd geanalyseerd omdat het de mildere strafwet zou kunnen zijn als volstrekt ongeloofwaardig bestempeld aangezien de Verordening marktmisbruik manifest strenger is.

42. Het directiecomité beantwoordt deze argumenten in titel 3 van zijn schriftelijke bemerkingen over de grond van de zaak. Het betoogt dat beide wetgevingen, artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing ten tijde van de feiten en de Verordening marktmisbruik, werden onderzocht omwille van het beginsel van de retroactiviteit van de mildere strafwet en dat de auditeur op grond hiervan concludeert dat de artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002, zoals die van toepassing waren in (...), moeten worden toegepast (cf. randnummers 247 en 248 van het definitief onderzoeksverslag van de auditeur).

43. De sanctiecommissie is, zonder reeds vooruit te lopen op het onderzoek ten gronde en de beoordeling van de door partijen aangevoerde argumentatie vervat in randnummers 87 – 112 van hun memorie van antwoord, in het kader van het onderzoek van de ontvankelijkheid van de procedure van oordeel dat de voor haar ingestelde procedure niet nietig moet worden verklaard op grond van een beweerde retroactieve toepassing van een strengere strafwet in de onderzoeksfase door de auditeur en in de vervolgingsfase door het directiecomité.

Dit oordeel berust op de hierna vermelde motieven.

Ten eerste blijkt *prima facie* niet uit een onderzoek van het definitief onderzoeksverslag dat de auditeur de Verordening marktmisbruik retroactief heeft toegepast op de feiten die dateren van (...), *i.e.* van ruim voor de inwerkingtreding van deze verordening op 3 juli 2016 (cf. *supra*, paragraaf 8 van deze beslissing). Zowel uit de door het directiecomité aangehaalde randnummers 247 en 248 van het definitief onderzoeksverslag als uit randnummer 300 vervat in het besluit van het definitief onderzoeksverslag blijkt, integendeel, duidelijk dat de auditeur van oordeel is dat “de oude wetgeving” en niet de Verordening marktmisbruik moet worden toegepast. De feiten zijn klaarblijkelijk getoetst aan de materieelrechtelijke verbodsbepaling betreffende marktmanipulatie vervat in zowel de Verordening marktmisbruik als in artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing in (...) 2015, maar om reden dat de Verordening marktmisbruik wordt aangemerkt als een strengere strafwet die in werking is getreden op 3 juli 2016, wordt finaal besloten dat toepassing moet worden gemaakt van de oude wetgeving. Onder voorbehoud van het nadere onderzoek ten gronde van dit punt (waar meer in detail zal kunnen worden geoordeeld over aspecten zoals de mogelijke cumul van sanctioneerbaarheid van de rechtspersoon voor wiens rekening de orders werden geplaatst en de natuurlijke persoon die heeft deelgenomen aan de beslissing om deze orders te plaatsen, de opdecimen of de vraag in welke mate de analyse van de strengere Verordening marktmisbruik eventueel zou hebben geleid tot een onverantwoord strenge interpretatie van de toepasselijke oude wetgeving), dient te worden vastgesteld dat de auditeur wel degelijk oog had voor het temporeel toepassingsgebied van de Verordening marktmisbruik en dit, gegeven dat deze verordening kwalificeert als strengere strafwet, correct heeft toegepast.

De kennisgeving van de grieven door het directiecomité d.d. 23 oktober 2019 herneemt wezenlijk deze conclusie van de auditeur onder verwijzing naar randnummers 295 tot 303 van het definitief onderzoeksverslag. Voormelde dubbele analyse vanuit materieelrechtelijk oogpunt uit dit onderzoeksverslag wordt zo ook weerspiegeld in de kennisgeving van de grieven. Strikt genomen zou het, naar oordeel van de sanctiecommissie, wel correcter geweest zijn indien deze brief van 23 oktober 2019 in de eerste volledige alinea van pagina 3 slechts had verwezen naar “*een inbreuk op artikel 25, § 1, 2° van de wet van 2 augustus 2002 (van toepassing tot 3 juli 2016)*”, zonder bovendien toe te voegen “*en op artikels 12 en 15 van Verordening 596/2014 (van toepassing vanaf 3 juli 2016)*”. Ofschoon deze toevoeging in zijn geheel gelezen (inclusief de vermelding van de correcte datum van inwerkingtreding van de

Verordening marktmisbruik) en zeker, gelezen in samenhang met de randnummers 295 – 303 van het definitief onderzoeksverslag waarnaar de grieven verwijzen, coherent te interpreteren valt met de eenduidige conclusie qua toepasselijke wetgeving in voormeld randnummer 300 van het definitief onderzoeksverslag van de auditeur, kan niet worden ontkend dat de toevoeging een te vermijden dubbelzinnig element betreft.

De sanctiecommissie is evenwel van oordeel dat dit element niet kan worden gelijkgesteld met een manifest onwettige retroactieve toepassing van een strengere strafwet of zelfs met het zich baseren op een verkeerde rechtsgrondslag en evenmin kan worden aangemerkt als een manifeste onwettigheid die met toepassing van het leerstuk van de complexe administratieve rechtshandeling de nietigheid van de ganse procedure, inclusief de beslissing van de sanctiecommissie na afloop van de tegensprekelijke fase, met zich zou brengen.

Ten eerste betreft het niet een manifest retroactieve toepassing van een strengere strafwet. Door de vermelding van de correcte datum van inwerkingtreding leent de formulering in de brief met kennisgeving van de grieven zich immers tot een coherente interpretatie met voormeld besluit van de auditeur. Dit geldt des te sterker gelet op de verwijzing naar dit besluit in de kennisgeving van de grieven.

Ten tweede wordt wel degelijk ook de juiste rechtsgrondslag vermeld (*“artikel 25, § 1, 2° van de wet van 2 augustus 2002 (van toepassing tot 3 juli 2016)”*).

Ten derde is de sanctiecommissie van oordeel dat het leerstuk van de complexe administratieve rechtshandeling hier geen toepassing vindt, tenzij eventueel in de mate dat er sprake zou zijn van een schending van de rechten van verdediging die niet meer kan worden hersteld op het niveau van de sanctiecommissie. Van dergelijke onherstelbare schending kan echter op dit punt geen sprake zijn.

De sanctiecommissie is immers niet gebonden door de wettelijke kwalificatie vervat in de kennisgeving van de grieven en kan dus, zelfs indien deze zouden moeten worden geïnterpreteerd alsof het directiecomité artikelen 12 en 15 van de Verordening marktmisbruik zou willen toepassen op de feiten die dateren van (...) 2015 (*quod non*), oordelen (zoals zij trouwens al deed in paragrafen 5 - 8 van deze beslissing) dat artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, en tweede lid, § 2, eerste lid, en § 3, eerste lid, 1°, van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing op het moment van de feiten, moet worden toegepast en niet artikelen 12 en 15 van de Verordening marktmisbruik.

Bovendien is de dubbelzinnige vermelding van de oude wetgeving en van de Verordening marktmisbruik niet van die aard dat deze partijen zou beletten hun verweer te voeren, zoals ook blijkt uit de argumentatie vervat in de memorie van antwoord van partijen.

Dit laatste geldt zo mogelijk nog des te sterker gelet op de gelijklopende omschrijving van het materieelrechtelijke verbod op marktmanipulatie in de oude en de nieuwe wetgeving. De Verordening marktmisbruik is in de eerste plaats een strengere

strafwet omdat zij strengere straffen voorziet. Zolang er echter geen beslissing is genomen door de sanctiecommissie die ten onrechte deze strengere strafmaat zou toepassen, zijn de rechten van partijen gevrijwaard.

Zelfs indien het directiecomité als vervolgende instantie ten onrechte van oordeel zou zijn dat deze strengere strafwet moet worden toegepast (*quod non*), dan nog kan de toepassing van de strengere strafwet lastens partijen worden voorkomen op het niveau van de sanctiecommissie in de tegensprekelijke beslissingsfase zonder dat er sprake is van een schending van de rechten van verdediging, laat staan een onherstelbare schending van de rechten van de verdediging. Indien de feitelijke omschrijving vervat in de grieven volstaat opdat partijen zich met kennis van zaken kunnen verdedigen in de procedure voor de sanctiecommissie, dan is de “onregelmatigheid” die erin zou bestaan dat de vervolgende instantie de feiten juridisch verkeerd kwalificeert, niet van dien aard dat dergelijke onvolkomenheid de nietigheid van de beslissing om een procedure in te stellen die kan leiden tot een administratieve geldboete (“de voorbereidende beslissing” in de terminologie van het leerstuk van de complexe administratieve rechtshandeling) met zich zou brengen of dat deze de nietigheid van de eindbeslissing (de beslissing van de sanctiecommissie) met zich zou brengen.

V.1.2.7. Zevende aangehaalde onzorgvuldigheid: onwettige en laattijdige neerlegging van bijkomende stukken door het directiecomité

44. Partijen leiden uit de door het directiecomité op 30 april 2020 bijkomend (en volgens hen laattijdig en onwettig, zie *infra* “Ten gronde V.2.1.”) neergelegde stukken af dat dit bevestigt dat het onderzoek van de auditeur onzorgvuldig, onvolledig of minstens onduidelijk was en dat de beslissing van het directiecomité om een procedure in te stellen voor de sanctiecommissie onzorgvuldig is genomen.

Anders dan bij de zes voorgaande onzorgvuldigheden wordt hieraan geen verzoek gekoppeld om het onderzoeksverslag van de auditeur, alsook de grieven en alle rechtsgevolgen die daaruit worden afgeleid, nietig en onontvankelijk te verklaren.

45. Het directiecomité antwoordde tijdens de hoorzitting dat de nieuwe stukken louter een verduidelijking betreffen van stuk A.126 van het dossier van de auditeur omdat partijen de inhoud van dit stuk blijven ontkennen en daaruit dus niet kan worden afgeleid dat het onderzoek onzorgvuldig is. Het wijst er bovendien op dat de procedure voor de sanctiecommissie en haar inrichtingsreglement het directiecomité niet beletten om nieuwe stukken in te dienen tijdens de procedure.
46. Zonder vooruit te lopen op het debat ten gronde waarbij vooreerst het verzoek van partijen om de nieuwe stukken te weren en de daartoe aangevoerde argumenten zal worden behandeld en zonder te ontkennen dat het indienen van nieuwe stukken ter aanvulling van een onvolledig onderzoek kan wijzen op een onzorgvuldigheid, is de sanctiecommissie van oordeel dat het neerleggen van nieuwe stukken door het directiecomité in de loop van de procedure voor de sanctiecommissie op zich geen onwettigheid of onzorgvuldigheid uitmaakt. Dit laatste geldt zo mogelijk des te

sterker indien het een stuk zou betreffen dat louter de betekenis van een stuk van de auditeur verduidelijkt aangezien daar bezwaarlijk uit kan worden afgeleid dat het gevoerde onderzoek onvolledig zou zijn.

V.2. Ten gronde

V.2.1. Voorafgaand verzoek om de bijkomende stukken neergelegd door het directiecomité op 30 april 2020 te weren

47. Op 30 april 2020 ontving het secretariaat van de sanctiecommissie een bericht van de voorzitter van het directiecomité van de FSMA waarin werd meegedeeld dat het directiecomité nog een brief van 31 maart 2020 van de voorzitter van de FSMA aan de auditeur, alsook een brief van 14 april 2020 van de auditeur aan de voorzitter van de FSMA, met bijlagen (waaronder nadere toelichting verkregen van R), wenste neer te leggen als bijkomend stuk.

In eerstgenoemde brief van 31 maart 2020 duidt de voorzitter van het directiecomité dat het directiecomité tijdens zijn beraadslaging over de in te dienen schriftelijke bemerkingen, gelet op het feit dat de betrokken partijen in hun schriftelijke bemerkingen van 6 februari 2020 nog steeds lijken te betwisten dat zij “real time” zicht hadden op de orders die geplaatst werden in het aandeel K, ook besliste om aan R te vragen tot welke informatie X op het moment van de feiten precies toegang had. Volgens het directiecomité verdiende het eerdere antwoord van R dat X toegang had tot “real time stock quotes” (stuk A.126 in het dossier van de auditeur) immers verduidelijking. Gelet op de eerdere contacten van de auditeur met de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”), werd aan de auditeur gevraagd deze informatie via de AFM op te vragen.

Bij brief van 14 april 2020 heeft de auditeur het antwoord van R dat via de AFM werd verkregen, aan de voorzitter van de FSMA overgemaakt. R bevestigt dat X op het moment van de feiten “real time” zicht had op de orders die in het aandeel K geplaatst werden, en meer bepaald vijf lijnen diep in het orderboek kon kijken, wat betekent dat zij de vijf beste kooporders en de vijf beste verkooporders kon zien: *“Met de bewoording “real time stock quotes” bedoelt R dat X in (...) 2015 de mogelijkheid had om in een “real time” orderboek te kijken, via het R (handels)platform, met een diepte van 5 lijnen. Met andere woorden, X kon 5 lijnen diep in het orderboek kijken, ze kon de 5 beste bied (koop) orders en de 5 beste laat (verkoop) orders zien”*.

Deze nieuwe stukken werden op 4 mei 2020 door het secretariaat van de sanctiecommissie overgemaakt aan partijen en hun raadslieden.

Bij brief van 8 mei 2020 verzochten de raadslieden van partijen de sanctiecommissie deze, volgens hen onwettige en laattijdige neerlegging van stukken, te weren uit de debatten en een verlenging toe te kennen van de termijn voor de neerlegging van hun memorie van antwoord.

Op 11 mei 2020 deelde het secretariaat van de sanctiecommissie aan partijen en hun raadslieden de beslissing van de voorzitter van de sanctiecommissie mee om de

termijn voor het neerleggen van de schriftelijke memorie van partijen te verlengen van 6 juni 2020 tot 11 juni 2020.

48. Partijen voeren vooreerst aan dat de nieuwe stukken het resultaat zijn van een onwettig verzoek van het directiecomité tot bijkomende onderzoeksdaden verricht door de auditeur. Op grond van artikel 71, § 1 en § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, besluiten zij dat het directiecomité enkel een verzoek tot bijkomende onderzoeksdaden kan stellen in de onderzoeksfase, vooraleer het beslist om een procedure in te stellen die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete. Zij merken bovendien op dat het reglement van inwendige orde van de sanctiecommissie van 18 september 2017 (hierna "RIO") evenmin toelaat dat het directiecomité tijdens de uitwisseling van de schriftelijke bemerkingen de auditeur nog kan gelasten bijkomende onderzoeksdaden te stellen. Meer nog, verwijzend naar de artikelen 12 en 13 van het RIO, menen partijen dat het directiecomité geen bijkomende stukken mag neerleggen in de tegensprekelijke procedure voor de sanctiecommissie. Zij verzoeken de sanctiecommissie dan ook deze stukken te weren uit de debatten.

Ten tweede menen partijen dat hieruit blijkt dat het directiecomité haar beslissing om een procedure voor de sanctiecommissie in te stellen onzorgvuldig nam en impliciet erkent dat het onderzoek van de auditeur onzorgvuldig, onvolledig of minstens onduidelijk was.

Ten derde zijn partijen van oordeel dat de stukken laattijdig werden neergelegd, namelijk na het verstrijken van de door de voorzitter van de sanctiecommissie vastgestelde datum voor de neerlegging van de schriftelijke memorie, hierdoor artikel 13 van het RIO schenden en ook om die reden uit de debatten moeten worden geweerd.

Ten vierde voeren partijen aan dat de laattijdige neerlegging van stukken in strijd is met de rechten van verdediging en het recht op wapengelijkheid (en de beginselen van behoorlijk bestuur) aangezien partijen, doordat de stukken na de schriftelijke memorie werden neergelegd, onmogelijk kunnen weten welke argumenten het directiecomité uit deze stukken meent te kunnen afleiden.

Om deze redenen verzoeken zij de sanctiecommissie om deze stukken uit de debatten te weren.

49. Voor het antwoord van het directiecomité tijdens de hoorzitting wordt verwezen naar hetgeen hierboven in paragraaf 45 van deze beslissing werd uiteengezet.
50. De sanctiecommissie is van oordeel dat de bijkomende stukken van het directiecomité in kwestie (wezenlijk het antwoord van R op de vraag om te bevestigen dat "real time" zicht op de orders betekent dat vijf lijnen diep kan worden gekeken in het orderboek / dat er zicht is op de 5 beste bied (koop) orders en de 5 beste laat (verkoop) orders) niet moeten worden geweerd uit de debatten om de hiernavolgende redenen.

Vooreerst is de sanctiecommissie van oordeel dat stuk A.126 van het dossier van de auditeur op zich voldoende duidelijk is en geen nadere toelichting behoeft. Uit het antwoord van R vervat in voornoemd stuk blijkt voldoende duidelijk dat X “real time” zicht had op het orderboek van K ten tijde van de verkooporders in kwestie. De in de bijkomende stukken gestelde vraag om duidelijkheidshalve de standaardbetekenis (cf. de brief van de auditeur van 31 maart 2020 aan de AFM, p. 4) van “real time” zicht op het orderboek te bevestigen, is redundant of overtoellig. Het antwoord voegt geen element toe dat de sanctiecommissie nodig heeft voor haar beraad en beslissing, bovenop stukken A.115 en A.126 van het dossier van de auditeur. Het nieuwe stuk bevestigt immers slechts de evidente betekenis van het bestaande stuk. Bovendien bevestigt ook stuk 18 van partijen, dat zij aanhalen als bewijs dat het “real time” zicht op het orderboek niet steeds betrouwbaar was, expliciet dat de beste vijf biedkoersen en de beste vijf laatkoersen van het orderboek werden getoond. (Volledigheidshalve wordt hier nog aan toegevoegd dat er geenszins uit blijkt dat er problemen zouden zijn geweest met het “real time” zicht op het orderboek van het aandeel K op (...).)

De kwalificatie van de bijkomende neergelegde briefwisseling als een (onwettig geacht) verzoek tot het stellen van bijkomende onderzoeksdaden is derhalve niet overtuigend. Die indruk kan hooguit formeel ontstaan doordat de vraag om de betekenis van het bestaande stuk te bevestigen door te expliciteren wat het betekent om te beschikken over een rekening met “real time” zicht op de orders, wordt gesteld via de auditeur en de AFM “gelet op de eerdere contacten”. Hierdoor is de vraag naar de vorm moeilijk te onderscheiden van de eerdere door de auditeur gestelde onderzoeksdaden. Inhoudelijk is het echter geen vraag of handeling die ertoe strekt nieuwe informatie over de feiten aan het licht te brengen, maar louter een vraag tot bevestiging “voor alle duidelijkheid” van de betekenis van een reeds gegeven antwoord in het kader van een eerder, tijdens de onderzoeksfase, gestelde onderzoeksdaad. Bijgevolg is er geen reden om de bijkomende stukken in kwestie te weren uit de debatten om reden dat zij de vrucht zouden zijn van onwettige onderzoeksdaden.

Daarmee is meteen ook duidelijk dat de sanctiecommissie partijen niet kan bijtreden als zij beweren dat hieruit blijkt dat het directiecomité haar beslissing om een procedure voor de sanctiecommissie in te stellen onzorgvuldig nam en impliciet erkent dat het onderzoek van de auditeur onzorgvuldig, onvolledig of minstens onduidelijk was. Door ten overvloede de evidente betekenis van het bestaande stuk te laten bevestigen wordt immers niet beoogd een onvolledig onderzoek aan te vullen. Evenmin kan eruit worden afgeleid dat het onderzoek onduidelijk zou zijn. De bijkomende vraag is immers louter ingegeven door de perceptie van het directiecomité dat partijen stuk A.126 van het dossier van de auditeur schijnen te negeren en aldus “pleiten tegen de stukken”. Hieruit kan dan ook geen onzorgvuldigheid worden afgeleid, noch van het directiecomité, noch van de auditeur. Gelet op de inhoud, draagwijdte of strekking van de bijkomende stukken, kan niet worden aangenomen dat de saisine van de sanctiecommissie voorbarig was en het directiecomité eerst nog had moeten vragen om een verduidelijking van stuk

A.126 van het dossier van de auditeur. Evenmin kan de auditeur worden verweten zulks niet spontaan zelf te hebben gevraagd.

Wat betreft het verwijt dat de stukken laattijdig zijn neergelegd en dat zulks in strijd zou zijn met de rechten van verdediging en de wapengelijkheid, dient inderdaad te worden vastgesteld dat zij niet samen met de memorie van antwoord (op 6 april 2020) werden neergelegd, maar nadien (op 30 april 2020). De sanctiecommissie is evenwel van oordeel dat hierdoor de rechten van verdediging van partijen niet zijn geschonden. Het daartoe aangehaalde argument dat partijen, doordat de stukken na de schriftelijke memorie werden neergelegd, onmogelijk kunnen weten welke argumenten het directiecomité uit deze stukken meent te kunnen afleiden, kan gelet op de inhoud van de bijkomende stukken niet worden aangenomen. De stukken strekken er immers duidelijk toe ten overvloede de betekenis van het bestaande stuk A.126 te bevestigen en er kan dan ook geen twijfel over bestaan dat er geen andere argumenten uit af te leiden zijn dan hetgeen werd betoogd op grond van stuk A.126 van het dossier van de auditeur. De sanctiecommissie is dan ook van oordeel dat de rechten van verdediging van partijen volkomen gevrijwaard zijn door voormelde beslissing van de voorzitter van de sanctiecommissie om hun termijn voor het indienen van een schriftelijke memorie van antwoord te verlengen. (Ter zijde wordt in dit verband nog opgemerkt dat de neerlegging in kwestie onder die voorwaarde eveneens strookt met de ter zake van neerlegging van stukken geldende beginselen in geval van een strafvordering.) Evenmin is er aldus sprake van wapenongelijkheid of een andere inbreuk op de beginselen van behoorlijk bestuur (wellicht wordt opnieuw bedoeld het zorgvuldigheidsbeginsel).

V.2.2. Toepasselijke en toegepaste wet

51. Partijen zijn van oordeel dat zowel de auditeur in zijn onderzoeksverslag als het directiecomité in de kennisgeving van de grieven de Verordening marktmisbruik, nochtans een strengere strafwet, retroactief hebben toegepast op feiten die plaatsvonden voor de inwerkingtreding van deze verordening. Daartoe verwijzen zij in randnummers 87 en 88 van hun schriftelijke memorie van antwoord naar meerdere passages uit de analyse en het besluit van het definitieve onderzoeksverslag van de auditeur, alsook naar de kennisgeving van de grieven van het directiecomité d.d. 23 oktober 2019.

Zij voeren tevens aan dat de auditeur de criteria van de Verordening marktmisbruik verkeerdelijk heeft toegepast op feiten die dateren van voor de inwerkingtreding van deze verordening zoals moet blijken uit de in randnummer 95 van hun schriftelijke memorie van antwoord aangehaalde randnummers 241-242 van het definitief onderzoeksverslag van de auditeur. De criteria van artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a) en b), van de Wet van 2 augustus 2002 en de signalen vermeld in artikel 3 van het koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik (hierna “KB marktmisbruik”) worden daarentegen door de auditeur slechts onderzocht bij wijze van summiere kruisverwijzing naar de analyse met toepassing van de Verordening marktmisbruik.

Partijen concluderen dat het hele onderzoek steunt op een verkeerde rechtsgrond, de Verordening marktmisbruik, waarvan vaststaat dat het een strengere strafwet is in vergelijking met artikel 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002. Dit blijkt allereerst uit de hoogte van de administratieve geldboete. Het zou echter ook hieruit blijken dat de cumulatieve oplegging van een administratieve geldboete aan een rechtspersoon en aan een natuurlijke persoon pas in voege zou zijn getreden na de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik. Ter staving van deze laatste bewering verwijzen partijen in randnummer 104, op pagina 40 van hun schriftelijke memorie van antwoord naar een passage uit de memorie van toelichting bij het wetsontwerp van 14 juni 2017 tot wijziging van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. Tevens wijzen zij erop dat de strafsanctie strenger is geworden na de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik.

Zij verzoeken de sanctiecommissie dan ook om vast te stellen dat het onderzoeksverslag en de beslissing van het directiecomité om een procedure in te stellen die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete in strijd zijn met artikel 7 EVRM dat bepaalt dat *“Evenmin mag een zwaardere straf worden opgelegd dan die, die ten tijde van het begaan van het strafbare feit van toepassing was.”*

Tot slot wijzen partijen erop dat de auditeur tijdens de voorbereidende contacten over de mogelijkheid van een minnelijke schikking, ter verantwoording van het voorgestelde bedrag zich baseerde op de strengere Verordening marktmisbruik (drievoud van het genoten voordeel in plaats tweevoud). Het directiecomité paste de hogere opdecimen (maal 8) in plaats van de opdecimen toepasselijk ten tijde van de feiten (maal 6) toe op de maximale strafrechtelijke geldboete, bedrag waarop het zich ten dele baseerde ter verantwoording van de voorgestelde administratieve geldboete. Aldus zouden zij beide retroactief strengere strafsancties hebben toegepast, reden waarom partijen de sanctiecommissie verzoeken om vast te stellen dat het onderzoeksverslag en de beslissing van het directiecomité strijdt met artikel 7 EVRM.

52. Het directiecomité wijst erop, zoals reeds aangegeven in randnummer 42, dat de auditeur wel degelijk artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing in (...), toepast op de feiten en niet de Verordening marktmisbruik en dit na een analyse onder zowel de Verordening marktmisbruik, als de oude wetgeving en om reden dat de oude wetgeving de minst zware sanctie oplegt en de Verordening marktmisbruik dus niet retroactief kan worden toegepast als mildere strafwet. Ook het directiecomité zou niet verweten kunnen worden de Verordening marktmisbruik te hebben toegepast in zijn beslissing om de zaak voor te leggen aan de sanctiecommissie.

Het directiecomité wijst er bovendien op dat de signalen van marktmanipulatie vervat in artikel 3 van het KB marktmisbruik, dat van toepassing is ten tijde van de feiten, volledig in overeenstemming zijn met de indicatoren van de Verordening

marktmisbruik. Bijgevolg was de concrete analyse van de betwiste orders in het licht van deze signalen van het KB marktmisbruik of van de indicatoren van de Verordening marktmisbruik noodzakelijkerwijze identiek.

53. De sanctiecommissie herhaalt vooreerst dat zij, zoals reeds uiteengezet in paragrafen 5 tot 8 van deze beslissing, van oordeel is dat de Verordening marktmisbruik, die in werking is getreden op 3 juli 2016 en strengere straffen voorziet voor marktmanipulatie dan artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002, omwille van het beginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet, niet mag worden toegepast op de feiten die dateren van (...). De toepasselijke wetgeving betreft de artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing op het ogenblik van de feiten (voor nadere details betreffende de toepasselijke regelgeving wordt hier verwezen naar titel II, paragrafen 5 -8 van deze beslissing).

Ten gronde is de sanctiecommissie van oordeel dat de auditeur noch het directiecomité retroactief toepassing hebben gemaakt van de Verordening marktmisbruik of retroactief strengere strafsancties hebben toegepast. Derhalve hebben zij het, uit het strafrechtelijke karakter van de sancties die de sanctiecommissie oplegt voortvloeiend, toepasselijk beginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet (dat voor strafgerechten is vervat in artikel 7 EVRM), niet geschonden.

Het klopt wel, zoals reeds aangegeven in paragraaf 43 van deze beslissing, dat de auditeur de feiten analyseert zowel in het licht van artikelen 12 en 15 van de Verordening marktmisbruik, als in het licht van artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002. Het staat echter vast dat hij vervolgens besluit dat laatstgenoemde wet zoals die van toepassing was in (...) *“als minst zware regelgeving betreffende de administratieve sancties”* (randnummer 300 van het definitief onderzoeksverslag) moet worden toegepast op de drie verkooporders in kwestie en niet de Verordening marktmisbruik (zie ook hetgeen in dit verband reeds hoger werd uiteengezet in paragraaf 43, derde alinea van deze beslissing). Gelet op het toepasselijke beginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet, of omgekeerd, het beginsel van de retroactiviteit van de mildere strafwet, is deze werkwijze redelijk en verdedigbaar, zonder dat de vaststelling dat de Verordening marktmisbruik manifest strengere strafsancties voorziet daar afbreuk aan doet. Indien finaal de juiste wetgeving wordt toegepast en er geen vermenging plaatsvindt bij de toetsing van de feiten, staat het een redelijke en zorgvuldige auditeur vrij om eerst de materieelrechtelijke analyse te doen onder de huidige en de oude wetgeving en vervolgens te besluiten welke van beide toepasselijk is *“als minst zware regelgeving betreffende de administratieve sancties”*, ongeacht of de vergelijking van de relatieve zwaarte van de sancties voorzien door de onderscheiden wetgevingen manifest duidelijk is, dan wel bijkomende analyse vergt. Ook in het eerste geval is deze werkwijze en de volgorde ervan legitiem en zonder nadeel voor partijen.

Sterker nog, het klopt evenzeer dat de analyse in het licht van de verordening deze van de oude wetgeving voorafgaat en dat voor de analyse van gelijkkluidende

elementen of constitutieve bestanddelen van de materieelrechtelijke omschrijving van het verbod van marktmanipulatie in het definitief onderzoeksverslag van de auditeur wordt gewerkt met kruisverwijzingen. Zo wordt voor de toetsing van de feiten aan het element “valse of misleidende signalen over het aanbod van, de vraag naar of de koers van één of meer financiële instrumenten” onder artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002 verwezen naar de eerdere argumentatie met betrekking tot het bestanddeel *“die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument”*.

Uit deze kruisverwijzing kan echter niet worden afgeleid dat de criteria van de Verordening marktmisbruik retroactief worden toegepast op de drie verkooporders in kwestie. De kruisverwijzing strekt er immers slechts toe om de argumenten waarom de auditeur van oordeel is dat de drie verkooporders in kwestie onjuiste dan wel valse of misleidende signalen gaven over het aanbod van de vraag naar of de koers van het aandeel K te hernemen bij de toetsing van de feiten aan artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002. De kruisverwijzing neemt niet weg dat het wel degelijk laatstgenoemd artikel is dat wordt toegepast in randnummer 239 van het definitief onderzoeksverslag. De argumentatie ontwikkeld op p. 97 van het definitief onderzoeksverslag, tweede tot vijfde alinea, wordt door middel van een kruisverwijzing in randnummer 239 van hetzelfde onderzoeksverslag gebruikt om de conclusie van de auditeur te schragen dat de drie verkooporders in kwestie valse of misleidende signalen in de zin van artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002 gaven over het aanbod van, de vraag naar, of de koers van het aandeel K. Hetzelfde geldt voor de argumentatie van de auditeur voor zijn conclusie dat deze verkooporders de koers van het aandeel K op een abnormaal of kunstmatig niveau hebben gehouden zoals bedoeld in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002. De kruisverwijzing naar de reeds ontwikkelde argumenten bij de analyse van de Verordening marktmisbruik om aan te tonen dat de drie verkooporders in kwestie de koers van het aandeel K op abnormaal of kunstmatig niveau hebben gebracht, doet geen afbreuk aan de vaststelling dat wel degelijk artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002 wordt toegepast in randnummer 240 van het definitief onderzoeksverslag.

Hetzelfde geldt voor de kruisverwijzing in randnummer 241 van het definitief onderzoeksverslag om te beoordelen of de drie verkooporders in kwestie vallen onder signalen in de zin van artikel 3 van het KB marktmisbruik naar de eerder in hetzelfde onderzoeksverslag ontwikkelde argumentatie betreffende de indicatoren van de Verordening marktmisbruik vervat in randnummer 234 van het definitief onderzoeksverslag. Het is niet omdat, gelet op de overeenstemming tussen de signalen in de zin van artikel 3 KB marktmisbruik en de indicatoren in de zin van bijlage I van de Verordening marktmisbruik, dubbel gebruik kan worden gemaakt van de argumentatie die volgens de auditeur aantoont dat de drie verkooporders in kwestie of één ervan bijvoorbeeld een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het aandeel K door middel van een kruisverwijzing, dat in randnummer 241 van het

definitief onderzoeksverslag retroactief de indicatoren van de Verordening marktmisbruik zouden worden toegepast. Integendeel, het staat vast dat in laatstgenoemd randnummer van het definitief onderzoeksverslag de feiten worden getoetst aan de signalen vervat in artikel 3 van het KB marktmisbruik.

In dit opzicht is er dan ook geen sprake van een vermenging van de oude (toepasselijke -) en de huidige (niet-toepasselijke wetgeving). Het door middel van een kruisverwijzing hernemen van argumenten inzake de concrete analyse van bepaalde kenmerken van de verkooporders in kwestie die eerder werden ontwikkeld in de analyse van de materieelrechtelijke verbodsbepaling onder de Verordening marktmisbruik die tevens pertinent zijn of geacht worden voor de toepassing van artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002, resulteert niet in een strengere interpretatie van laatstgenoemd artikel aangezien het wel degelijk de oude wetgeving is die wordt toegepast op dezelfde feitelijke analyse van de verkooporders in kwestie. Deze vaststelling gaat trouwens niet voorbij aan de bemerking van partijen in randnummer 106 van hun schriftelijke memorie dat de Verordening marktmisbruik, niet slechts gelijkenissen vertoont met de oude wetgeving, maar tevens voorziet in bepalingen die zowel ruimer als strenger zijn, maar laat deze onverlet / spreekt deze niet tegen / is daarmee bestaanbaar.

Er kan dan ook niet, op basis van deze kruisverwijzingen (ook al worden deze hernomen in randnummer 298 van het besluit van het definitief onderzoeksverslag), worden aangenomen dat de auditeur zijn conclusies betreffende een eventuele inbreuk op artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002 zou hebben gebaseerd op de bepalingen van de Verordening marktmisbruik en deze retroactief zou hebben toegepast. Evenmin kan eruit worden afgeleid dat de auditeur een verkeerde rechtsgrond heeft gehanteerd in zijn onderzoeksverslag (zie ook hetgeen hier omtrent hoger werd uiteengezet in de derde alinea van paragraaf 43 van deze beslissing, met verwijzing naar randnummers 247, 248 en 300 van het definitief onderzoeksverslag).

Overigens wordt nog opgemerkt dat het niet klopt dat het directiecomité zou erkennen dat de Verordening marktmisbruik retroactief werd toegepast, maar zulks zou rechtvaardigen op basis van het beginsel van de retroactiviteit van het beginsel van de mildere strafwet (schriftelijke memorie van antwoord partijen, randnummer 102). Laatstgenoemd beginsel wordt louter ingeroepen om te rechtvaardigen dat de analyse werd gemaakt zowel onder de Verordening marktmisbruik, als onder de oude wetgeving (artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing ten tijde van de feiten). Het directiecomité ontkent niet dat de Verordening marktmisbruik een strengere strafwet is en volgt de auditeur dan ook in zijn besluit dat de feiten moeten worden geanalyseerd en gesanctioneerd op basis van de artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002 zoals die van toepassing waren in (...). Deze stellingname van het directiecomité is duidelijk verwoord in randnummer 51 van zijn schriftelijke bemerkingen van 6 april 2020. Voor wat betreft de vermelding van artikelen 12 en 15 van de Verordening Marktmisbruik in de kennisgeving van de grieven wordt verwezen

naar wat in dit verband reeds hoger werd uiteengezet in de vierde en vijfde alinea van paragraaf 43 van deze beslissing.

Wat betreft de bewering van partijen (randnummer 104, p. 40 - 41 van hun schriftelijke memorie van antwoord) dat de cumulatieve oplegging van een administratieve geldboete aan een rechtspersoon en een natuurlijke persoon pas in voege is getreden na de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik en dat de retroactieve toepassing van deze verordening derhalve bijkomend leidt tot de onrechtmatige sanctioneerbaarheid van de feiten in hoofde van de heer Y, wijst de sanctiecommissie erop dat artikel 25, § 2, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing ten tijde van de feiten, in geval van een overtreding van het verbod van marktmanipulatie reeds voorzag in de sanctioneerbaarheid van zowel de rechtspersoon, als de natuurlijke persoon of natuurlijke personen die betrokken zijn in de beslissing om een transactie uit te voeren of een order te plaatsen voor rekening van de betrokken rechtspersoon. Dit blijkt afdoende uit de hierboven in paragraaf 5 van deze beslissing geciteerde toepasselijke regelgeving en kan niet in twijfel worden getrokken door het door partijen aangehaalde citaat uit de memorie van toelichting bij het wetsontwerp van 14 juni 2017 tot wijziging van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. De instelling van een procedure die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete zowel lastens de heer Y als lastens X is dan ook niet het gevolg van een retroactieve toepassing van de Verordening marktmisbruik. Het is een gevolg van de toepassing van artikel 25, § 2, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing ten tijde van de feiten.

Wat betreft het hanteren door de auditeur van een berekeningsformule ter verantwoording van het voorgestelde bedrag in het kader van de voorbereiding van de mogelijkheid van een eventuele aanvaarding van een minnelijke schikking door het directiecomité, geldt dat, zelfs indien de auditeur zich hierbij zou hebben gebaseerd op het strengere veelvoud van het genoten voordeel zoals voorzien in de Verordening marktmisbruik, dan nog hieruit geen schending van het beginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet kan worden afgeleid, noch de toepassing van een verkeerde rechtsgrond. De voorbereidende werkzaamheden van de auditeur in het kader van een eventuele aanvaarding van een minnelijke schikking door het directiecomité (waarvan hierboven in paragraaf 29 van deze beslissing reeds werd uiteengezet dat zij in beginsel weinig relevant zijn in de fase van de procedure voor de sanctiecommissie) kunnen immers geen afbreuk doen aan de vaststelling dat hij in zijn onderzoeksverslag (cf. de reeds aangehaalde randnummers 247, 248 en 300 van het definitief onderzoeksverslag) wel degelijk besluit dat de verkooporders in kwestie getoetst dienen te worden aan artikelen 25 en 36 van de Wet van 2 augustus 2002 in de toenmalige versie die van toepassing was in (...) en niet aan de Verordening marktmisbruik.

Hetzelfde geldt voor de vaststelling dat het directiecomité bij de verantwoording van de voorgestelde administratieve geldboete aanvankelijk de opdecimen had toegepast zoals verhoogd door de Programmawet van 25 december 2016 die nog niet

van toepassing was ten tijde van de feiten. Deze vergissing (die trouwens werd rechtgezet in randnummer 77 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité) staat los van de toegepaste wetgeving inzake verbod op marktmanipulatie op de drie verkooporders in kwestie en kan niet worden ingeroepen om aannemelijk te maken dat het directiecomité verkeerdelijk de Verordening marktmisbruik zou hebben toegepast, in strijd met het toepasselijke rechtsbeginsel van de niet-retroactiviteit van de strengere strafwet.

V.2.3. Toetsing van de drie verkooporders in kwestie aan artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002

54. De sanctiecommissie dient te oordelen of partijen een inbreuk hebben gepleegd op artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing ten tijde van de feiten.

Daartoe moet worden bewezen dat de drie verkooporders in kwestie hebben geleid of konden leiden tot valse of misleidende signalen of dat zij de koers van het aandeel K op een abnormaal of kunstmatig niveau hebben gehouden.

55. Het directiecomité betoogt dat partijen orders hebben gegeven die “valse of misleidende signalen” gaven “over het aanbod van, de vraag naar of de koers van” het aandeel K (artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002) en die de koers van het aandeel K “op een abnormaal of kunstmatig niveau” hielden (artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002).

Het voert een geheel van aanwijzingen aan ten bewijze van deze overtreding van het verbod van marktmanipulatie. Volgens het directiecomité (i) hadden partijen een “opmerkelijk handelsgedrag”, (ii) bevonden zij zich in een situatie waarin, door het manipuleren van de koers een manipulatief voordeel kon worden behaald, (iii) hadden zij niet de intentie om aandelen K te verkopen toen zij de drie verkooporders in kwestie plaatsten en (iv) hadden de verkooporders in kwestie een invloed op de koers van het aandeel K.

Er wordt met name op gewezen dat de betwiste verkooporders gericht waren op het doen dalen van de referentiekopers, systematisch tot gevolg hadden dat een evenwichtsprijs werd gevonden die aanzienlijk lager was dan de laatste referentiekopers, zodat de referentiekopers telkens met 10% daalde (de invloed op de koers), en een voorbereiding waren om aan een lagere prijs te kunnen handelen.

Zonder deze stelselmatige verlaging van de referentiekopers zou X niet op (...) het gros van de aandelen K, die werden aangeboden in het kader van het dematerialisatieproces, hebben kunnen binnenrijven aan een limietkoers van Z euro (het manipulatieve voordeel).

De afwezigheid van een waarachtige verkoopintentie bij het plaatsen van de drie verkooporders in kwestie blijkt met name duidelijk uit het feit dat X een zestal minuten voor de tweede fixing op (...) haar verkooporder van (...) aandelen K aan een limietkoers van (...) euro, dat had kunnen worden uitgevoerd op het moment van de

tweede fixing, heeft geannuleerd om vervolgens, vier seconden voor de tweede fixing, een nieuw verkooporder te plaatsen van (...) aandelen K aan (...) euro, wat er opnieuw voor zorgde dat de evenwichtsprijs buiten de bandbreedte van 10% tegenover de vorige referentieprijs kwam te liggen.

56. Partijen ontkennen dat er sprake is van valse of misleidende signalen of dat de koers op een abnormaal of kunstmatig peil werd gehouden of gebracht.

Zij zijn van oordeel dat er (in afwezigheid van een direct bewijs) op basis van het geheel van de door het directiecomité aangehaalde aanwijzingen of feitelijke omstandigheden geen bewijs voorligt dat de verkooporders in kwestie werden geplaatst om de koers te manipuleren.

De belangrijkste argumenten onderliggend aan dit oordeel van partijen worden samenvattend opgelijst in randnummer 4 van het addendum bij de expert opinie van professor (...) van 11 juni 2020 (stuk 11 van partijen), dat tevens integraal wordt hernomen zowel in randnummer 193 (net voor de conclusie van deel C *“In ondergeschikte orde: Geen inbreuk op art. 25 van de Wet van 2 augustus 2002”* dat op geen enkele wijze bewezen is of aannemelijk wordt gemaakt aan de hand van aanwijzingen dat partijen orders hebben geplaatst die een inbreuk uitmaken om het verbod op markmanipulatie) van de schriftelijke memorie van antwoord van partijen, als op de voorlaatste pagina van de pleitnota van partijen en hierna, licht parafraserend, wordt hernomen:

- Er is geen direct bewijs waaruit een manipulatieve bedoeling zou volgen.
- Het grootste deel van de verkooporders bleef lang staan en kon in meerdere fixings worden geraakt door een kooporder die op het laatste moment werd ingelegd. Er was dus potentie dat ze werden uitgevoerd.
- Er was geen sine qua non relatie. Het was niet nodig voor X om met verkooporders de referentiekopers lager te zetten. Dat zou sowieso gebeuren omdat in het kader van de dematerialisatie een groot aantal aandelen K ging worden aangeboden tegen EUR (...) of lager waardoor de referentiekopers naar beneden zou gaan. Met andere woorden: ook als X geen verkooporders had ingelegd, dan had zij de aandelen K kunnen kopen tegen EUR (...) en lager.
- Een belangrijk aspect bij het bewijs van marktmanipulatie is dat een geldelijk voordeel kan worden behaald dat gekoppeld is aan de mate waarin de koers wordt beïnvloed. In dit geval hebben de verkooporders geen invloed gehad op de biedprijs en dus ook niet op de prijs waartegen X de aandelen heeft gekocht. Het directiecomité plaatst enkel een algemene opmerking over het mogelijke verband tussen de verkooporders en de biedprijs in voetnoot 49 van de bevindingen, maar onderbouwt niet dat de biedprijs in deze zaak is beïnvloed. Er zal om die reden dan ook vanuit moeten worden gegaan dat X met de verkooporders geen manipulatief voordeel heeft kunnen behalen.

Daarenboven analyseren en beantwoorden partijen in randnummers 125 – 194 van hun schriftelijke memorie van antwoord achtereenvolgens alle door de auditeur en

door het directiecomité aangehaalde feitelijke aanwijzingen die in het definitief onderzoeksverslag en de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité worden aangehaald om aan te tonen dat partijen een inbreuk pleegden op het verbod op marktmanipulatie. Voor zover als nodig (*i.e.* telkens wanneer de sanctiecommissie in haar motivering over de grond van de zaak een argument van het directiecomité of an de auditeur zou bijtreden waarop deze argumenten van partijen antwoorden) worden deze argumenten hernomen in onderstaande motivering (paragraaf 57 van deze beslissing) van het oordeel van de sanctiecommissie over de grond van de zaak.

57. De sanctiecommissie is van oordeel dat afdoende werd aangetoond dat X bij het plaatsen van de drie verkooporders in kwestie geen waarachtige verkoopintentie had, maar wel de bedoeling om de referentieprijs van het aandeel K te doen dalen teneinde het gros van de, op (...), in het kader van de dematerialisatie, aangeboden aandelen K zonder concurrentie te kunnen kopen tegen de laagst mogelijke prijs. Bijgevolg staat vast dat de drie verkooporders in kwestie valse of misleidende signalen gaven of konden geven over het aanbod van het aandeel K. Aldus begingen X en de heer Y, in zijn hoedanigheid van natuurlijke persoon die betrokken was in de beslissing de verkooporders in kwestie te plaatsen voor rekening van X zoals bepaald in artikel 25, § 2, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002, een inbreuk op het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002 in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten.

De afwezigheid van een waarachtige verkoopintentie bij het plaatsen van de drie verkooporders in kwestie blijkt afdoende uit de annulering van het tweede verkooporder ongeveer zes minuten voor de tweede fixing op (...). Indien er een verkoopintentie was geweest, indien X inderdaad zou hebben willen verkopen om goede economische redenen zoals het delgen van de instandhoudingskosten van (...), of liquiditeiten vrijmaken voor een kredietfaciliteit bij (...), of zelfs om de aandelen later terug te kopen aan een lagere prijs, dan zou X dat order, dat zich binnen de bandbreedte van 10% van de referentiekopers situeerde en stond tegenover twee aankooporders van telkens 1.000 aandelen aan respectievelijk (...) euro en (...) euro, niet hebben geannuleerd om vervolgens ongeveer 5 minuten later (vier seconden voor de tweede fixing) een nieuw verkooporder te plaatsen aan een lagere prijs. Indien er een verkoopintentie was geweest, dan zou X het tweede verkooporder niet hebben geannuleerd, maar aandelen K hebben verkocht. Het verweer van partijen op dit punt *“dat het compleet rechtsgeldig is verkooporders in te trekken. Dit is in beginsel een normale praktijk.”* (schriftelijke memorie van antwoord van partijen, p. 53, randnummer 140) mist iedere geloofwaardigheid. Deze annulering valt geenszins te rijmen met een verkoopintentie en de door partijen aangehaalde argumenten om te staven dat zij op (...) waarachtig wilden verkopen. Het is het *“koppige feit”* waarnaar het directiecomité verwees in zijn repliek, dat niet wordt uitgelegd en evenmin kan worden uitgelegd.

Daarmee is meteen duidelijk dat de ganse argumentatie rond de tussenkomst van de heer J als element dat zou moeten aannemelijk maken dat er op (...) wel degelijk een

waarachtige verkoopintentie was in hoofde van X en de aankoopintentie pas daarna ontstond, na een gesprek tussen de heer Y en de heer J, irrelevant is. Het verhaal over de heer J die na de plaatsing van de drie verkooporders in kwestie de heer Y contacteerde en (op (...) of kort daarna) zijn interesse te kennen gaf om aandelen K te kopen vanuit een winstverwachting op grond van een eventuele “reverse listing” (...) komt te laat om de annulering van het tweede verkooporder in kwestie (en de plaatsing van het derde verkooporder) te verklaren. Het is niet van aard om het vastgestelde gebrek aan verkoopintentie te kunnen redden of herstellen.

Ook de invloed of impact van de betwiste verkooporders op de referentiekopers van het aandeel K en het manipulatief - of te behalen voordeel werd overtuigend aangetoond.

Met name in randnummer 232, op pagina 98, eerste alinea, van het onderzoeksverslag en in randnummers 67 en 72 van de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité wordt op goed onderbouwde wijze aangetoond dat de betwiste verkooporders erop gericht zijn om in drie trappen de referentieprijzen te doen dalen van (...) euro naar (...) euro. De volumes van de verkooporders zijn groot genoeg om de evenwichtsprijzen te bepalen en de limietkoers laag genoeg om gegarandeerd de handelsremmer of “circuit breaker” in werking te doen treden.

De drie verkooporders in kwestie volstonden om dit effect te bewerkstelligen.

Het klopt dan ook niet te beweren dat het grootste deel van de verkooporders lang genoeg bleef staan om in meerdere fixings te kunnen worden geraakt door een kooporder die op het laatste moment werd ingelegd / dat er dus potentie was dat ze werden uitgevoerd. Dit was alleen het geval voor het tweede verkooporder tijdens de vooropening van de tweede fixing op (...), hetgeen partijen wisten aangezien zij zicht hadden op de vijf beste bied- en laatkoersen van het aandeel K (stuk A.126 van de auditeur en stuk 18 van partijen), en dat order werd ongeveer zes minuten voordien geannuleerd.

Het weze tevens herhaald (cf. paragraaf 34 van deze beslissing) dat deze daling van de referentiekopers raakt aan een wezenlijk kenmerk van de fixingmarkt en dat de goed onderbouwde argumentatie van het directiecomité erop gericht is aan te tonen dat het doen dalen van de referentieprijzen met de verkooporders in kwestie een voorbereiding / noodzakelijke voorwaarde was om aan een lagere prijs te kunnen handelen en het dus niet klopt om te beweren dat het directiecomité “*enkel een algemene opmerking [plaatst] over het mogelijke verband tussen de verkooporders en de biedprijzen in voetnoot 49 van de bevindingen, maar (...) niet [onderbouwt] dat de biedprijzen in deze zaak is beïnvloed.*”

De sanctiecommissie treedt het directiecomité ook bij dat zonder deze verkooporders, die erop gericht waren om de referentiekopers te doen dalen en ook daadwerkelijk dat effect hebben gehad, X op (...) geen (...) van de (...), in het kader van het dematerialisatieproces, aangeboden aandelen K, had kunnen aankopen aan de laagst mogelijke prijs van Z euro.

Het tijdsverloop tussen de drie verkooporders in kwestie en de kooporders van X op (...) (de dag van de verwachte dematerialisatieverkoop, die trouwens ten gevolge van ontbrekende documenten, waaronder een ondertekende schriftelijke verkoopopdracht namens K (definitief onderzoeksverslag van de auditeur, randnummer 262, p. 109 en diens stukken A.32, telefoongesprekken nr. 890001000037606 en 890001000037640 en A.18.9., telefoongesprek, nr. 890001000038865), werd uitgesteld) doet hieraan geen afbreuk.

De poging van partijen om te weerleggen dat de lagere referentiekosten, die mogelijk werden gemaakt door de betwiste verkooporders, een noodzakelijke voorwaarde waren voor de aankoop van de aandelen K door X op (...), door erop te wijzen dat er *“van een dergelijk sine qua non verband geen sprake [was]. Dan hadden niet de verkooporders van X maar van andere verkopende partijen de referentieprijs naar de biedprijs geleid, hetgeen door het dematerialisatieproces waarschijnlijk was.”* (schriftelijke memorie van antwoord van partijen, p. 69, randnummer 191) overtuigt niet. Zonder de verkooporders in kwestie zou er op (...) geen handel mogelijk zijn geweest aan Z euro. Dergelijke evenwichtsprijs zou zonder de verkooporders in kwestie de handelsremmer of *“circuit breaker”* in werking hebben doen treden. Het is inderdaad aannemelijk dat het aanbod van (...) aandelen in het kader van het dematerialisatieproces van K tot koersdruk zou hebben geleid, zelfs in acht genomen dat er geen verplichting was om de aandelen te verkopen aan eender welke prijs (aangezien de niet verkochte aandelen dan zouden worden overgedragen aan de Deposito- en Consignatiekas). Het zou evenwel onmogelijk geweest zijn voor X om op (...) het gros van de in het kader van de dematerialisatie aangeboden aandelen in te kopen tegen Z euro (de laagst mogelijke prijs). Niet alleen zou het langer hebben geduurd vooraleer handel mogelijk zou zijn geweest aan dergelijke prijs. Concurrerende bidders zouden ook meer kansen hebben gekregen om mee te dingen wanneer N de aanbieding van de aandelen in het kader van het dematerialisatieproces zou hebben aangevat op (...) door middel van het plaatsen van waarachtige verkooporders in een markt waarin de referentieprijs een stuk hoger zou hebben gestaan. Niet alleen kan worden verwacht dat de verkoop in het kader van de dematerialisatie aldus meer kans zou hebben gekregen om plaats te vinden tegen een hogere prijs dan Z euro. Door dergelijke concurrentie zou de laatprijs mogelijk niet zijn gezakt tot Z euro. Bovendien zou X, alvorens te kunnen kopen aan een prijs die zou zijn gezakt tot Z euro, het risico hebben gelopen dat andere geïnteresseerde kopers al een deel (meer dan de huidige (...) aandelen) van de in het kader van het dematerialisatieproces aangeboden aandelen K zouden hebben gekocht voordat er handel mogelijk zou zijn geweest aan een limietkoers van Z euro.

In dit verband (manipulatief voordeel dat erin bestaat het gros van de in het kader van de dematerialisatie aangeboden aandelen te kunnen inkopen zonder concurrentie aan Z euro, de laagste mogelijke prijs op (...) waaraan, zonder de verkooporders in kwestie, geen handel mogelijk zou zijn geweest op (...)) zijn de twee in paragraaf 17 van deze beslissing vermelde telefoongesprekken tussen de heer Y en de medewerker van N veelzeggend. In zijn hoedanigheid van bestuurder van K en

zonder te melden dat hij tegelijk voor rekening van X optrad als koper (hetgeen een manifest en flagrant belangenconflict impliceert) spreekt de heer Y op (...) om 16u20 met de medewerker van N af om de prijs van de aandelen K zo laag mogelijk te zetten, namelijk op Z euro (10% lager dan de laatste referentie- of evenwichtskoers vastgesteld tijdens de eerste fixing). Tijdens de TAL na de tweede fixing plaatst hij voor rekening van X om 16u30'40'' een aankooporder aan een limiet van Z euro en om 16u32 belt hij opnieuw met de medewerker van N en spreekt hij af dat deze medewerker de verkoop mag afmaken door de nog resterende (...) aandelen K in de markt te plaatsen. Op deze wijze verzekerde X er zich van deze aandelen zonder enige concurrentie te kunnen aankopen aan Z euro.

Aldus is het bestaan van het manipulatief, geldelijke voordeel onmiskenbaar.

Het te behalen geldelijk voordeel verbonden aan “het bespoedigen van de omslag van de verkoopprijs naar de aankoopprijs” (schriftelijke memorie van antwoord van partijen, pagina 68, randnummer 184) (en bovendien niet aan de, vanuit het standpunt van de verkoper, beste of hoogst mogelijke aankoopprijs) ontbreekt niet aan duidelijkheid.

De argumenten van partijen betreffende de stabiliteit van de aankooprijzen of biedkoersen in de periode van de verkooporders in kwestie (schriftelijke memorie van antwoord van partijen, p. 69, randnummer 189 en p. 52, randnummer 136; expert opinie / stuk 3 van partijen, p. 13, randnummer 42, en p. 23, randnummer 81), alsook betreffende de impact van de “spread” en de “bid-ask bounce” in de omslag van de prijs of koers van de laatste kooptransactie (... euro op (...)) naar Z euro (verkooptransactie) (stuk 3 van partijen, p. 14, randnummers 43 - 45, en p. 23, randnummer 81) zijn niet relevant voor de vastgestelde inbreuk op het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002 in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten. Zij doen op geen enkele wijze afbreuk aan de hierboven in deze paragraaf van deze beslissing opgenomen motivering van de vastgestelde inbreuk in hoofde van X en de heer Y.

De argumenten kunnen, daarentegen, wel relevant zijn voor de beoordeling of bovendien een inbreuk werd gepleegd op het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002 in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten omdat de drie verkooporders in kwestie niet slechts misleidende signalen gaven of konden geven over het aanbod van aandelen K, maar tevens de koers van dit aandeel op een abnormaal of kunstmatig peil hebben gehouden of gebracht.

Ofschoon de sanctiecommissie van oordeel is dat het hiertoe volstaat dat de referentiekopers van het aandeel op een abnormaal of kunstmatig peil is gebracht (de “theoretische koers” zoals beschreven in het addendum bij de expert opinie, stuk 11 van partijen, p. 6, randnummer 11) en dus niet *per se* wordt vereist dat er een impact wordt bewezen van de drie verkooporders in kwestie op de biedkoers van het aandeel K, kan, op grond van de voorliggende argumentatie, worden getwijfeld of afdoende werd bewezen dat het doen dalen van de referentiekopers van (...) euro naar (...) euro,

mede in het licht van de te verwachten koersdruk ten gevolge van de dematerialisatie-verkoop, de koers van het aandeel K op een abnormaal of kunstmatig peil heeft gebracht. Met toepassing van het adagium "*in dubio pro reo*" acht de sanctiecommissie het dan ook niet bewezen dat partijen een inbreuk pleegden op artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002 in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten.

Dit doet evenwel geen afbreuk aan de vaststelling dat partijen wel degelijk een inbreuk begingen op het verbod van marktmanipulatie aangezien de vastgestelde inbreuk op artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002 in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten hiertoe volstaat.

VI. Besluit

58. De sanctiecommissie besluit, na afwijzing, op grond van de motieven zoals hoger in V.1. van deze beslissing uiteengezet, van de procedurele verweermiddelen van partijen die ertoe strekten de ontvankelijkheid of rechtsgeldigheid van deze procedure te betwisten, op grond van de motieven zoals hoger uiteengezet in V.2. en in het bijzonder paragraaf 57 van deze beslissing, dat X en de heer Y, in zijn hoedanigheid van natuurlijke persoon die betrokken was in de beslissing de verkooporders in kwestie te plaatsen voor rekening van X zoals bepaald in artikel 25, § 2, eerste lid van de Wet van 2 augustus 2002, het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002, in de versie zoals van toepassing ten tijde van de feiten, hebben overtreden door het plaatsen van de drie verkooporders, hoger beschreven in IV.1. van deze beslissing, die valse of misleidende signalen gaven of konden geven over het aanbod van, de vraag naar of de koers van het aandeel K.

VII. Op te leggen sanctie

59. Overeenkomstig artikel 36, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, kan de FSMA, wanneer zij een overtreding vaststelt van artikel 25 van de Wet van 2 augustus 2002, een administratieve geldboete opleggen die niet minder mag bedragen dan 2.500 euro en, voor hetzelfde feit of geheel van feiten, niet 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.

De sanctiecommissie dient bij de vaststelling van het bedrag van de geldboete rekening te houden met alle relevante omstandigheden. Met toepassing van het proportionaliteitsbeginsel dient het bedrag van de geldboete die de FSMA kan opleggen, te worden bepaald rekening houdend met de ernst van de feiten en de subjectieve schuld van de partijen.

60. Het directiecomité stelt als administratieve geldboete een globale som voor van 116.887,10 euro in hoofde van X en de heer Y samen.

Dit voorgestelde bedrag stemt volgens het directiecomité overeen met de confiscatie van het vermogensvoordeel vermeerderd met het bedrag van de maximale strafrechtelijke geldboete voor marktmanipulatie.

Het vermogensvoordeel begroot het directiecomité op 56.887,10 euro, zijnde (...).

Overigens heeft het directiecomité rekening gehouden met de ernst van de feiten, de verantwoordelijkheid van de heer Y, de voorziene strafsanctie voor marktmanipulatie en het vereiste ontradend karakter van de strafsanctie.

61. Onverminderd het standpunt van de partijen dat op geen enkele wijze is aangetoond dat zij een inbreuk zouden hebben gepleegd op het verbod op marktmanipulatie, vragen zij, in uiterst ondergeschikte orde, dat de sanctiecommissie, indien zij beslist een administratieve geldboete op te leggen, daarbij rekening houdt met alle relevante elementen, waaronder met name (1) de door hen verleende medewerking aan het onderzoek en (2) het eenmalig karakter van de handelingen. Bovendien zijn zij van oordeel (3) geen vermogensvoordeel te hebben genoten en (4) dat de drie verkooporders in kwestie geen negatieve gevolgen hebben veroorzaakt. Tot slot wijzen zij erop dat (5) de berekening van het sanctievoorstel door het directiecomité onduidelijk en onjuist is.

62. De sanctiecommissie sluit zich aan bij de volgende overwegingen van het directiecomité op het vlak van de bepaling van het sanctiebedrag: de ernst van de feiten, de verantwoordelijkheid van de heer Y en het vereiste ontradend karakter van de strafsanctie.

Zij treedt partijen bij dat de verleende medewerking aan het onderzoek en het eenmalige karakter van de handelingen als voor de partijen gunstige omstandigheden in rekening moeten worden gebracht bij het bepalen van het bedrag van de administratieve geldboete.

Ofschoon de sanctiecommissie van oordeel is, zoals vastgesteld en gemotiveerd in paragraaf 57 van deze beslissing, dat het bestaan van het manipulatief, geldelijke - of vermogensvoordeel onmiskenbaar is, is zij tevens van oordeel dat de omvang van de behaalde winst in dit geval, behoudens in de temperende zin zoals aangegeven in de hiernavolgende alinea, niet relevant is voor het bepalen van het gepaste bedrag (tussen 2.500 en 2.500.000 euro) van de administratieve geldboete om reden dat de omvang van het behaalde vermogensvoordeel niet eenvoudig te bepalen is. Zulks veronderstelt immers dat voldoende nauwkeurig kan worden bepaald welke de impact zou zijn geweest op de biedprijs wanneer N de aanbidding van de aandelen in het kader van het dematerialisatieproces zou hebben aangevat op (...) in een markt waarin de referentieprijs van het aandeel K niet in drie stappen van (...) euro naar (...) euro zou zijn gebracht door de drie verkooporders in kwestie, maar een stuk hoger zou hebben gestaan. Vast staat dat het zonder de drie verkooporders in kwestie

onmogelijk zou zijn geweest voor X om op (...) (...) van de in het kader van de dematerialisatie aangeboden aandelen K te kopen aan Z euro. Moeilijker is het echter precies te bepalen hoeveel aandelen anders tegen een hogere prijs zouden zijn verkocht en hoeveel hoger deze prijs zou zijn geweest, te meer daar zulks ook zou zijn beïnvloed door de kans van grotere concurrentie door andere geïnteresseerde kopers.

Een verdedigbare conservatieve schatting, hanteerbaar als temperend element om er, in overeenstemming met artikel 72, § 3, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002 zoals van toepassing op het ogenblik van de feiten, over te waken dat de administratieve geldboete niet buiten verhouding staat tot het behaalde voordeel, kan er in bestaan uit te gaan van de referentiekopers die op (...) zou zijn ontstaan zonder de drie door partijen geplaatste verkooporders in kwestie: (...) euro (cf. schriftelijke bemerkingen van het directiecomité, randnummer 73). In vergelijking met de koers van Z euro waaraan X de aandelen K heeft gekocht, geeft dit een voordeel of winst van (...) euro per aandeel, of (...) euro voor (...) aangekochte aandelen.

Wat betreft de ernst van de feiten, andere factor in functie waarvan de administratieve geldboete dient te worden vastgesteld, treedt de sanctiecommissie het directiecomité bij dat partijen door het bewust plaatsen van de drie verkooporders in kwestie zonder waarachtige verkoopintentie, maar om de referentiekopers te verlagen teneinde later de aandelen K aan de laagst mogelijke prijs te kunnen kopen, handelingen hebben gesteld die van aard zijn het vertrouwen van beleggers in de integriteit en transparantie van financiële markten te ondermijnen. Daartoe volstaat de vastgestelde inbreuk op artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002. Ook zonder cumulatieve inbreuk op artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002 staat de ernst van de feiten buiten kijf. Dit element is uiteraard zwaarwichtig en van aard een voldoende hoge administratieve geldboete te vereisen.

De sanctiecommissie is tevens van oordeel dat de heer Y een bijzonder grote mate van verantwoordelijkheid treft, niet zo zeer omwille van zijn profiel of de aangetoonde goede kennis van de werking van de fixingmarkt en de handelsremmer of "circuit breaker", maar omdat hij tevens, in zijn hoedanigheid van bestuurder van K, de persoon was die de medewerker van N aanstuurde bij het plaatsen van de verkooporders in het kader van de dematerialisatie, en aldus, met miskenning van zijn bestuursmandaat en loyaleitsplicht ten aanzien van K, ten koste van een flagrant belangenconflict, ertoe heeft bijdragen dat X zich maximaal het beoogde vermogensvoordeel van de marktmanipulatie kon toe-eigenen.

Op grond van al deze elementen acht de sanctiecommissie een administratieve geldboete van 40.000 euro in hoofde van X en van 60.000 euro in hoofde van de heer Y gepast.

VIII. Bekendmaking

63. Overeenkomstig artikel 72, § 3, vierde lid, van de Wet van 2 augustus 2002 worden de beslissingen van de sanctiecommissie in beginsel nominatief bekendgemaakt op de website van de FSMA. De sanctiecommissie kan deze bekendmaking uitstellen of tot de anonieme bekendmaking overgaan indien de nominatieve bekendmaking een onevenredig nadeel dreigt te berokkenen aan de betrokken personen of een lopend onderzoek of de stabiliteit van het financieel systeem of de financiële markten in gevaar zou brengen. Partijen verzetten zich tegen de nominatieve bekendmaking van een eventuele sanctie omdat deze volgens hen ernstig nadeel zou berokkenen aan het professionele leven van de heer Y en aan het economisch bestaan van X en financiële gevolgen zou hebben voor deze vennootschap bovenop de eventuele geldboete, en derhalve onevenredig zou zijn met de begane inbreuken.
64. De sanctiecommissie ziet geen reden om een onverschoonbare, bewuste inbreuk op het verbod van marktmanipulatie niet op de normale wijze bekend te maken en aldus tot diens ontradend effect bij te dragen. Er is geen sprake van een gevaar voor een lopend onderzoek of voor de stabiliteit van het financieel systeem of de financiële markten. De nominatieve bekendmaking is evenmin van die aard onevenredig nadeel te veroorzaken. De eventuele nadelige impact op het professionele leven van de heer Y of op het economisch bestaan van X indien bekend wordt gemaakt dat zij een inbreuk hebben gepleegd op het verbod van marktmanipulatie, is een normaal gevolg van de wettelijke, in regel voorziene bekendmaking, in lijn met de vastgestelde inbreuk. De nominatieve bekendmaking kan echter beperkt blijven tot een jaar teneinde de evenredigheid van de bekendmaking te verzekeren.

Beslissing

65. De sanctiecommissie,
- samengesteld uit de personen die deze beslissing ondertekenen,
- beslist om deze redenen, na deliberatie,
- 1° vast te stellen dat de X en de heer Y, in zijn hoedanigheid van natuurlijke persoon die betrokken was in de beslissing om de orders te plaatsen voor rekening van X zoals bepaald in artikel 25, § 2, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002, het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, a), van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, hebben overtreden;
- 2° vast te stellen dat niet bewezen is dat de X en de heer Y, in zijn hoedanigheid van natuurlijke persoon die betrokken was in de beslissing om de orders te plaatsen voor rekening van X zoals bepaald in artikel 25, § 2, eerste lid, van de Wet van 2 augustus 2002, het verbod van marktmanipulatie zoals omschreven

in artikel 25, § 1, eerste lid, 2°, b), van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, hebben overtreden;

- 3° met toepassing van artikel 36, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, en van artikel 72, § 3, van de Wet van 2 augustus 2002, aan de NV X een administratieve geldboete van 40.000 euro op te leggen;
- 4° met toepassing van artikel 36, § 2, van de Wet van 2 augustus 2002, zoals van toepassing op het moment van de feiten, en van artikel 72, § 3 van de Wet van 2 augustus 2002, aan de de heer Y een administratieve geldboete van 60.000 euro op te leggen;
- 5° met toepassing van artikel 72, § 3, van de Wet van 2 augustus 2002, de beslissing nominatief bekend te maken op de website van de FSMA, met weglating van de persoonsgegevens van in deze beslissing vermelde derden teneinde hun anonimiteit te vrijwaren en hun legitieme belangen niet te schaden; met dien verstande dat na verloop van een jaar de bekendmaking anoniem zal zijn.

Brussel, 6 oktober 2020

Michel ROZIE

Reinhard STEENNOT

Erwin FRANCIS