



**Niet-nominatieve samenvatting van een beslissing om een
administratieve sanctie op te leggen op grond van misbruik van
voorkennis
(04 04 2006)**

1. Uiteenzetting van de feiten

De aandelen van de vennootschap Y zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt.

X is al enkele jaren bestuurder van de vennootschap Y, waar hij belast is met de financiële leiding. In die hoedanigheid is hij verantwoordelijk voor de verrichtingen inzake financiering, aankoop of overdracht van activa en inzake risicobeheer. Verder staat hij ook in voor de contacten met de markt, de marktautoriteiten, de financiële pers en de analisten. Hoewel X niet rechtstreeks betrokken is bij de opstelling van de rekeningen van de groep Y, wordt hij wel geïnformeerd over de verschillende opeenvolgende stappen ter zake.

X kocht 1.000 aandelen Y op een moment waarop de jaarresultaten van het voorbije boekjaar van de vennootschap Y nog niet openbaar waren gemaakt, maar wel al bekend waren binnen de vennootschap, vooral binnen de financiële directie die de rekeningen opstelt.

De opstelling van die rekeningen verloopt immers zo dat de leden van het directiecomité van Y eind januari al op de hoogte zijn van de trends die zich tijdens het voorbije boekjaar hebben afgetekend. Na voltooiing van de consolidatie half februari kennen zij de geconsolideerde groepsresultaten. Na half februari blijken in de betrokken jaarresultaten geen grote wijzigingen meer te zijn aangebracht.

Drie dagen vóór de voltooiing van de consolidatie van de rekeningen plaatste X een initieel aankooporder voor 1.500 aandelen Y. Drie dagen later, dus precies op de dag waarop de consolidatie werd afgerond, werd dat order gedeeltelijk uitgevoerd (daarbij werden 63 aandelen gekocht). Vervolgens verlaagde X zijn prijslimiet en verminderde hij het aantal te kopen aandelen tot 1.000. Drie weken later verhoogde hij zijn prijslimiet, waardoor hij diezelfde dag nog 937 aandelen van de vennootschap Y kon kopen.

Die aankoop vertegenwoordigde bijna viermaal het gemiddelde bedrag per post van de financiële instrumenten in de portefeuille van X.

Als reden voor zijn belegging in aandelen van de vennootschap Y vermeldde X zijn wens om vervroegd over te gaan tot de omzetting in aandelen Y van het op basis van het geconsolideerde nettoresultaat van de vennootschap Y berekende variabele deel van zijn

bezoldiging dat hij, naar eigen zeggen, kon inschatten en dat hem enkele maanden later zou worden uitgekeerd.

Toen X de aandelen van de vennootschap Y kocht, was al zo'n 5 maanden, i.e. sinds de publicatie van de resultaten van het eerste halfjaar van het betrokken boekjaar, geen enkele financiële mededeling meer gepubliceerd over Y.

Het communiqué dat de vennootschap Y over haar halfjaarlijkse resultaten publiceerde, was erg voorzichtig over de verwachtingen voor het tweede halfjaar en stelde in dat verband meer bepaald dat de goede resultaten van het eerste halfjaar waarschijnlijk niet helemaal zouden kunnen worden doorgetrokken op jaarbasis. Toch leverde bank W, bij de publicatie van de halfjaarlijkse resultaten, een financiële analyse af waarin zij niet alleen een sterke groei van de vennootschap Y op jaarbasis voorspelde, maar ook een groeipercentage van de inkomsten per aandeel dat achteraf correct bleek te zijn.

2. Verloop van de procedure

Toen het Directiecomité in kennis werd gesteld van de aandelenaankopen door X, heeft het geoordeeld dat die feiten ernstige aanwijzingen van marktmisbruik inhielden, een praktijk die, met toepassing van artikel 36, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, aanleiding kan geven tot het opleggen van een administratieve sanctie. Daarop heeft het Directiecomité, met toepassing van artikel 70, § 1, van diezelfde wet van 2 augustus 2002, de Secretaris-generaal van de CBFA, in zijn hoedanigheid van Auditeur, belast met het onderzoek ten laste en ten gunste van het dossier.

Daarna werd het dossier behandeld conform de procedure die ter zake is vastgelegd in de artikelen 70 tot 72 van voornoemde wet van 2 augustus 2002.

3. Beslissing van het Directiecomité van de CBFA

A. Constitutieve elementen van het misbruik van voorkennis

Artikel 25, § 1, 1^o, a), van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten bepaalt het volgende : *“Het is aan eenieder verboden die over informatie beschikt waarvan hij weet of zou moeten weten dat het voorkennis betreft (...), voor eigen of voor andermans rekening, rechtstreeks of onrechtstreeks de financiële instrumenten waarop deze voorkennis betrekking heeft of aanverwante financiële instrumenten te verkrijgen of te vervreemden of te pogen deze te verkrijgen of te vervreemden”*. Krachtens artikel 25, § 3, 1^o, van diezelfde wet is die verbodsbepaling van toepassing op handelingen met betrekking tot financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt. Artikel 2, 14^o, van de wet van 2 augustus 2002 stelt trouwens dat *“elke niet openbaar gemaakte informatie die nauwkeurig is en rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op één of meer emittenten van financiële instrumenten of op één of meer financiële instrumenten, en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, de koers van deze financiële instrumenten of deze van aanverwante financiële instrumenten gevoelig zou kunnen beïnvloeden, (...)”* als “voorkennis” moet worden beschouwd¹.

¹ Voornoemde wettelijke bepalingen zijn de bepalingen die van toepassing waren op het ogenblik van de ten laste gelegde feiten.

Het was onbetwistbaar dat de aandelen van de vennootschap Y tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt waren toegelaten. Er moest dus worden aangetoond dat de informatie over de vennootschap Y waarover X beschikte toen hij 1.000 aandelen Y kocht, (a) niet openbaar gemaakte en nauwkeurige informatie was en (b) de koers van het aandeel Y gevoelig zou hebben kunnen beïnvloeden, alsook of (c) X wist dan wel had moeten weten dat de betrokken informatie als voorkennis kon worden gekwalificeerd.

a) niet openbaar gemaakte en nauwkeurige informatie

Uit het dossier bleek dat de resultaten van het voorbije boekjaar van de vennootschap Y vanaf half februari, dus nà de voltooiing van de consolidatie, nauwkeurig bekend waren binnen de vennootschap en vooral binnen de financiële directie waar X zijn functie uitoefent. Die informatie werd echter pas verschillende weken later gepubliceerd, nadat ze door de raad van bestuur van de vennootschap was goedgekeurd, zodat, op het ogenblik waarop X 1.000 aandelen Y kocht, de informatie over de jaarresultaten nog niet openbaar was gemaakt.

Ter verdediging voerde X aan dat hij de oorspronkelijke beursorders al drie dagen vóór de voltooiing van de consolidatie van de rekeningen van de vennootschap had geplaatst. Het Directiecomité heeft in dat verband echter geoordeeld dat X al eerder (namelijk eind januari) op de hoogte was van de trends die zich tijdens het betrokken boekjaar hadden afgetekend op het vlak van jaarresultaten, gezien het feit dat hij, als financieel directeur, op de hoogte was gehouden van de verschillende opeenvolgende stappen in verband met de opstelling van die resultaten. Volgens het verslag van de Auditeur had X immers het volgende verklaard : *“Voor zover de evolutie van de schommelingen ten opzichte van de begroting op geregelde tijdstippen en van maand tot maand werd gevolgd, hadden we begin januari al een duidelijk beeld van hoe de rekeningen er zouden uitzien, bepaalde uitzonderlijke elementen weliswaar buiten beschouwing gelaten.”*. Verder had X ook het volgende verklaard : *“De vennootschap Y heeft specifiek voor mij een formule van deelneming in haar geconsolideerd nettoresultaat uitgewerkt. Het variabele deel van mijn bezoldiging, dat ik kan inschatten en dat in april wordt uitbetaald, heb ik vervroegd omgezet in aandelen Y”*. Het Directiecomité heeft daaruit afgeleid dat X wel degelijk op de hoogte was van de goede resultaten van de vennootschap Y toen hij de betwiste aankopen verrichtte.

Bovendien vestigde het Directiecomité er de aandacht op dat X zijn aankooporders later nog heeft gewijzigd, meer bepaald nà de voltooiing van de consolidatie van de rekeningen.

b) informatie die de koers gevoelig zou kunnen beïnvloeden

Om uit te maken of de informatie waarover X beschikte toen hij de betwiste aankopen verrichtte, de beurskoers van het aandeel Y gevoelig had kunnen beïnvloeden, heeft het Directiecomité het perscommuniqué onderzocht dat de vennootschap Y heeft gepubliceerd over de resultaten van het betrokken boekjaar. In dit communiqué werden twee punten benadrukt: (i) diverse kerncijfers toonden een opmerkelijke verbetering tegenover het vorige boekjaar en (ii) het tweede halfjaar was beter dan het eerste, wat voornamelijk tot uiting kwam op algemeen niveau en voor een welbepaalde activiteitstak die het eerste halfjaar te kampen had met een onverwachte stijging van sommige

kostenposten maar die haar positie aan het einde van het boekjaar had weten te verbeteren.

Op te merken valt dat, vóór de verspreiding van dit perscommuniqué, de directie van de vennootschap Y op de hoogte was van deze informatie maar het publiek niet.

In haar communiqué over de resultaten van het eerste halfjaar bleek de vennootschap zich overigens voorzichtig uitgelaten te hebben over de vooruitzichten voor het tweede halfjaar, door er meer bepaald op te wijzen dat de goede resultaten van het eerste halfjaar waarschijnlijk niet volledig terug te vinden zouden zijn op jaarbasis.

Daarbij dient nog te worden opgemerkt dat er tussen de publicatie van het communiqué over de halfjaarresultaten en het communiqué over de jaarresultaten een tijdspanne was van meer dan 6 maanden waarin de vennootschap geen informatie bekendmaakte over haar financiële resultaten.

X was dan weer de mening toegedaan dat de informatie over de jaarresultaten waarover hij sinds januari beschikte als financiële directeur, niet van aard was om de beurskoers gevoelig te beïnvloeden aangezien zij al voorzien was door de markt. Hij verwees in dit verband naar de vooruitzichten die de bank W had gepubliceerd naar aanleiding van de bekendmaking van de resultaten van het eerste halfjaar en die juist waren gebleken.

Het Directiecomité was echter van oordeel dat, ook al hadden de analisten voorspeld dat de resultaten goed zouden zijn, de bevestiging daarvan bij de opstelling van de jaarresultaten enkele maanden later zeker had gemaakt wat tot dan toe enkel voorspellingen waren geweest. Welnu, een belegger die zijn beslissing baseert op een voorspelling van toekomstige resultaten, neemt per definitie een groter risico dan indien de resultaten zijn bevestigd. De omvorming van een onzekere voorspelling tot een zeker gegeven ingevolge het interne proces van het opstellen van de rekeningen, leidt tot een wezenlijke verandering van de aard van deze informatie. De mate van zekerheid over de winst die een financieel instrument zal opleveren, is dan ook een van de voornaamste elementen die haar waarde beïnvloeden.

Anderzijds bleek uit de stukken die X had neergelegd ter ondersteuning van zijn memorie van verweer, dat de voorspellingen van de analisten voor de vorige boekjaren onjuist waren gebleken, aangezien de resultaten nu eens minder goed en dan weer beter waren geweest dan voorspeld door diezelfde analisten.

Volgens het Directiecomité blijft elke prospectieve analyse van toekomstige resultaten door een analist gekenmerkt door onzekerheid. Die onzekerheid kan enkel worden weggenomen door de publicatie van de effectieve resultaten.

Voor zijn verdediging haalde X nog aan dat de informatie die de vennootschap Y had gepubliceerd over haar jaarresultaten, geen gevoelige invloed had gehad op de beurskoers. In de dagen na de bekendmaking van de betrokken resultaten had de beurskoers immers nauwelijks bewogen. X concludeerde hieruit dat het geen koersgevoelige informatie betrof. Hij voegde eraan toe dat uit het dossier was gebleken dat de koersstijging die was opgemerkt na de bekendmaking van de jaarresultaten, te verklaren was door de aankopen van een enkele koper.

Het Directiecomité verwierp dit argument. De beoordeling of informatie al dan niet koersgevoelig is, moet immers *ex ante* geschieden, namelijk op het ogenblik dat de

betwiste transacties plaatsvonden. Er kan evenwel geen enkele doorslaggevende conclusie worden getrokken uit de koersevolutie na de aankondiging van die informatie. Het maakt met andere woorden niet uit of de stijging van de koers en van het volume verhandelde effecten in de periode volgend op de bekendmaking van de informatie toe te schrijven is aan aankopen van het beleggerspubliek of voornamelijk het gevolg is van de transacties van een enkele koper. Het feit dat de koers in de periode volgend op de bekendmaking van de informatie gestegen of gedaald is, is op zich irrelevant. Er zijn overigens tal van andere factoren die het koersverloop kunnen beïnvloeden.

Met de nodige verwijzingen ter staving, wees het Directiecomité erop dat de doctrine op dit punt unaniem is. Dit blijkt tevens duidelijk uit de definitie van misbruik van voorkennis, zowel in het Belgische² als in het Europese recht³ en wordt bevestigd in de eerste en tweede considerans van richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft. De werkzaamheden van CESR (“*Committee of European Securities Regulators*”) sluiten hierbij aan (*CESR’s legal advice on level 2 implementing measures for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, p. 9 tot 11).

Het feit dat de beurskoers van het aandeel Y niet onmiddellijk de hoogte was ingegaan na de bekendmaking van de jaarresultaten van de vennootschap Y en dat de latere koersstijging voornamelijk te verklaren was door de aankopen van een enkele koper, konden volgens het Directiecomité dus niet door X worden aangehaald als argument om te besluiten dat het geen koersgevoelige informatie betrof.

c) X wist of had moeten weten dat hij over voorkennis beschikte

Gezien de functie van financieel directeur van X en de opleiding die hij had genoten, was het Directiecomité van oordeel dat hij had moeten weten dat de informatie waarover hij beschikte voorkennis was. Het Directiecomité oordeelde dat X had moeten weten dat de jaarresultaten van de vennootschap Y – waaruit, zoals hierboven uiteengezet, een duidelijke verbetering van de kerncijfers bleek – informatie vormden die de koers gevoelig zou kunnen beïnvloeden. Het Directiecomité oordeelde verder dat X de geldende wetgeving inzake misbruik van voorkennis had moeten kennen.

B. Vaststelling van de sanctie

Artikel 36, § 2 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, verleent de CBFA de bevoegdheid om aan elke persoon die een inbreuk pleegt in de zin van artikel 25, § 1, 1^o, a) van de wet, een administratieve geldboete op te leggen tussen 2.500 € en 2.500.000 €

In dit dossier was vastgesteld dat X een dergelijke inbreuk had gepleegd aangezien hij aandelen van de vennootschap Y had gekocht terwijl hij in kennis was van nog niet openbaar gemaakte informatie waarvan hij wist of had moeten weten dat het voorkennis betrof (zie punt A hierboven).

² Artikelen 2, 14^o en 25, § 1, 1^o, a) van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

³ Artikel 1, 1) en 2.1. van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

Om het bedrag van de geldboete te bepalen met terechte inachtneming van het proportionaliteitsbeginsel, wees het Directiecomité erop dat X, in zijn hoedanigheid van lid van de raad van bestuur en financieel directeur van de vennootschap Y, rechtstreeks toegang had tot de bevoorrechte informatie over de vennootschap Y. Het Comité wees er tevens op dat de waarde van de effecten van de vennootschap Y die X had gekocht, nagenoeg viermaal meer bedroeg dan de gemiddelde waarde van de overige posten van zijn portefeuille.

Het Directiecomité was dan ook van oordeel dat het misbruik door X van de voorkennis over de effecten van de vennootschap Y bijzonder laakbaar was, des te meer daar X de hoofdverantwoordelijke was voor de financiële communicatie en de contacten met de financieel analisten.

Teneinde rekening te houden met de ernst van de onwettige praktijken die het had vastgesteld, heeft het Directiecomité X veroordeeld tot het betalen van een geldboete van 26.400 €, wat overeenstemt met een veelvoud van het onwettig vermogensvoordeel.
