



**BESLISSING D.D. 13 JULI 2007 INZAKE EEN ONDERZOEK WEGENS HANDEL
MET VOORKENNIS DOOR X c.s.**

Overeenkomstig het arrest van het Hof van Beroep van Brussel
d.d. 4 december 2012 niet-gepersonaliseerde versie
zonder vermelding van het dispositief

Het directiecomité van de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (hierna "de CBFA"),

Gelet op de artikelen 25, § 1, en 70 tot 72 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (hierna ook aangemerkt als "de wet");

Gelet op artikel 181 van de Programmawet van 27 april 2007;

Gelet op de vaststelling door het directiecomité op 22 november 2005 dat er ernstige aanwijzingen bestonden dat de transacties in aandelen A NV (hierna ook aangemerkt als "A") en aandelen B NV (hierna ook aangemerkt als "B"), gesteld in de periode tussen [dag J] en [dag J+6] ten voordele van Y NV (BTW/RPR-nummer: ...), met maatschappelijke zetel te, waartoe opdracht werd gegeven door X, wonende te ..., en waarvoor Z, wonende te ..., nadien de orders heeft bevestigd, zouden zijn gebeurd met miskenning van artikel 25, § 1, van de wet;

Gelet op de beslissing van het directiecomité van 22 november 2005, overgemaakt bij brief van 30 november 2005, om de secretaris-generaal overeenkomstig artikel 70, § 1, van de wet te gelasten om in zijn hoedanigheid van auditeur een onderzoek te voeren, ten laste en ten gunste, aangaande voormelde transacties;

Na kennisname van het verslag van de auditeur, dat in bijlage bij zijn brief van 21 december 2006, overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet werd overgemaakt aan het directiecomité;

Gelet op het feit dat het directiecomité X, vertegenwoordigd door zijn raadslieden, op zijn vraag op 2 maart 2007 heeft gehoord overeenkomstig artikel 71, § 2, tweede lid, van de wet;

Gelet op het feit dat Z in zijn brief, gedagtekend op 19 december 2006, had gevraagd om gehoord te worden door het directiecomité. Dat het directiecomité met het oog op de hoorzitting kennis heeft genomen van het verslag, dat de auditeur als bijlage bij zijn brief van 21 december 2006 had overgemaakt. Dat Z, nadat hij was

opgeroepen om op 2 maart 2006 door het directiecomité gehoord te worden, bij brief van 16 februari 2006 te kennen heeft gegeven dat hij ervan afzag gehoord te worden door het directiecomité.

I. Feiten

1. Overwegende dat de feiten onder vier hoofdingen kunnen worden samengevat.

a) De plannen tot hertekening van de groep B/A

2. In 2004 waren de aandelen van A en B toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, Euronext Brussels. A hield op dat ogenblik [meer dan 50% maar minder dan 75%] van de aandelen B.

3. Reeds van voor januari 2004 werd op vertrouwelijke basis de hertekening van de structuur van de groep B/A besproken en voorbereid in het beleidscomité van A.

Wat de bevoegdheden van dit beleidscomité betreft, vermeldt het Jaarverslag 2003 van A: *"Aan het Beleidscomité worden de bevoegdheden toegekend die door de Raad van Bestuur worden bepaald. Zo is het Beleidscomité door de Raad gemachtigd om standpunten in te nemen in materies die betrekking hebben op de goede werking van de A Groep en van de Groepsvennootschappen en om die standpunten mee te delen aan de organen en verantwoordelijken van de vennootschappen van de Groep. Die machtiging is echter gegeven onder de uitdrukkelijke voorwaarde dat de belangrijkste ingenomen standpunten nadien ter bekrachtiging aan de Raad van Bestuur worden voorgelegd."*

In het beleidscomité werd het dagelijkse bestuur van A vertegenwoordigd door de heer K, voorzitter van de raad van bestuur en gedelegeerd bestuurder van A, en door de heer L, die sinds 1 juli 2003 gedelegeerd bestuurder van A was. De hoofdaandeelhouders waren eveneens vertegenwoordigd in het beleidscomité. Men merkt op dat het beleidscomité was samengesteld uit 8 bestuurders van A, terwijl de raad van bestuur van A destijds 26 leden telde.

4. Ter gelegenheid van de vergadering van [dag J-6] werd een beleidsgerichte nota (hierna aangemerkt als "de beleidsnota") voorgesteld aan de raad van bestuur van A. De beleidsnota was gedateerd op [dag J-13] en was aangemerkt als strikt vertrouwelijk; zij droeg de initialen van de heer L. De beleidsnota was goedgekeurd door het beleidscomité van A.

Deze beleidsnota beschreef de argumenten voor een herstructurering van de groep en de voordelen van het fusiescenario ten aanzien van andere herstructureringsvormen; de beleidsnota ging nader in op de leiding van de groep na de fusie.

5. Op [dag J+1] werd de beleidsnota ter goedkeuring voorgelegd aan de raden van bestuur van B en A. Het beleidscomité stelde uitdrukkelijk aan de raad van bestuur van A voor om een principieel positief standpunt in te nemen over het project en in te stemmen met het verdere onderzoek van de daadwerkelijke realiseerbaarheid ervan, met het oog op de voorlegging ter beslissing aan de raad van bestuur van een concreet voorstel tot fusie van A en B vóór 31 december [van dat jaar].

Na de voorstelling van het project door de heren K en L aan de gezamenlijke vergadering van de raden van bestuur van B en D, verklaarde de heer M, voorzitter van het directiecomité van B, dat dit directiecomité akkoord was met de voorgestelde structuurwijziging en de onderliggende doelstellingen. Volgens de notulen drukten alle andere tussenkomende bestuurders zich "*in principe positief uit over het fusieproject*" en werden nog een aantal aspecten besproken.

6. Op [dag J+57] vergaderden de raden van bestuur van B en A. Zij besloten om hun respectieve buitengewone algemene vergaderingen bijeen te roepen op [dag J+126] teneinde over te gaan tot de herstructurering van de groep, middels de fusie door overneming van A door B. Diezelfde dag werd over de herstructurering een uitgebreid persbericht bekendgemaakt.

b) De transacties

7. Volgende tabel geeft een overzicht van de verrichtingen die, tijdens de periode van [dag J] tot [dag J+6], voor rekening van de NV Y werden gesteld en die betrekking hadden op de aandelen B en A.

<i>Tijdstip + wijze van plaatsing</i>	<i>Aankoop /Verkoop</i>	<i>Volume</i>	<i>Aandeel</i>	<i>Koers</i>
[dag J], om 11u26 , zonder limiet, telefonisch door X; tegengetekend door Z in de namiddag	Aankoop	900	A	57,35
[dag J] om 11u27 , zonder limiet, telefonisch door X; tegengetekend door Z in de namiddag	Aankoop	900	B	55,30
[dag J+1] om 14u15 telefonisch door X, die vroeg om opbrengst verkoop 900 B te beleggen in A – limieten van 56,50 euro en 58,40 euro door kantoor ingesteld	Verkoop	900	B	56,50
	Aankoop	850	A	58,40
[dag J+6] om 15u49 telefonisch door X – limiet van 59,90 euro door kantoor ingesteld	Aankoop	2.490	A	59,90
<i>Tot. aantal aangekochte aandelen A: <u>4.240</u></i>				

Volgens de verklaringen van de medewerkers van de betrokken financiële tussenpersoon werden, voor alle onderzochte transacties, de orders telefonisch gegeven door X. Uit de verklaringen van Z blijkt dat deze uitsluitend is tussengekomen om de orders voor de onderzochte transacties te attesteren. Uit de verklaringen van zowel X als Z blijkt dat de raad van bestuur van Y NV geenszins betrokken werd bij deze aandelenorders; alle beslissingen werden genomen door X.

c) De actoren in het kader van de verrichtingen: de NV Y, X en Z

8. Uit de verklaringen van X blijkt dat Y NV een patrimoniumvennootschap is, waarvan de aandelen in handen zijn van hemzelf, zijn vrouw en kinderen. Z, als vertrouwenspersoon van X, was betrokken bij de administratie van de vennootschap van in het begin en had volmachten op de rekeningen. Het beheer van de vennootschap was eenvoudig en bestond voornamelijk in de inning van huurinkomsten en de afboeking van kosten. Zowel X als Z bevestigden dat vóór de transacties van [de maanden waarin de dagen J tot J+6 vielen] de vennootschap geen effectenportefeuille had; tot dan bestonden de activa van de vennootschap uit onroerende goederen.

9. X was vroeger onder meer voorzitter van F, dat in 1995 door de E-groep werd overgenomen. Sindsdien was hij tot januari 2005 onafgebroken lid van de raad van bestuur van E (nadien D).

10. Z was, na een deel van zijn carrière te hebben opgebouwd bij F, gedelegeerd bestuurder van F2 (nadien G). Z was gedelegeerd bestuurder bij G tot en met 31 december 2003.

d) De functie van X binnen de groep B/A; de informatie waarover X beschikte bij het geven van de orders

11. X zetelde ten tijde van de onderzochte transacties in de raad van bestuur van D.

De raad van bestuur van D vergaderde in die tijd altijd samen met die van B, omdat hun agenda's grotendeels gelijkliepen en, op de heren X en [...] na, alle bestuurders dezelfde waren. Dit verklaart waarom X, blijkens de brief van 15 maart 2005 van zijn raadsman en zoals door X zelf bevestigd, onder andere de beleidsnota van [dag J-13] ontving, waarvan de bespreking op de agenda stond van de vergadering van de raad van bestuur van B van [dag J+1]. Deze nota vormde een bijlage bij de uitnodiging, gedateerd op [dag J-2], voor de voornoemde vergadering en hoorde bij het agendapunt "bespreking mogelijke structuurwijziging".

Uit zijn verklaringen blijkt dat X op het moment van de transacties van [dag J] beschikte over deze strikt vertrouwelijke beleidsnota. Ook heeft X de gezamenlijke vergadering van de raden van bestuur van D en B van [dag J+1] in de voormiddag, bijgewoond.

II. Verloop van de procedure

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

- a) Op 22 november 2005 heeft het directiecomité beslist, na te hebben vastgesteld dat er ernstige aanwijzingen waren dat de transacties tijdens de periode tussen [dag J] en [dag J+6] in aandelen A en B zouden zijn gebeurd met miskennis van artikel 25, § 1, van de wet en na beraadslaging in diens afwezigheid, om de secretaris-generaal overeenkomstig artikel 70, § 1, van de wet te gelasten om in zijn hoedanigheid van auditeur een onderzoek te voeren, ten laste en ten gunste, aangaande de vermelde transacties. Een inbreuk op artikel 25, § 1, van de wet kan, overeenkomstig artikel 36, § 2,

van de wet, worden gesanctioneerd met een administratieve geldboete. In uitvoering van voormelde beslissing heeft het directiecomité het dossier middels een brief van 30 november 2005 bij de auditeur aanhangig gemaakt.

- b) In zijn brieven van 23 mei 2006, heeft de auditeur respectievelijk X en Z overeenkomstig artikel 71, § 1, van de wet ingelicht over het bestaan van een onderzoek, met aanduiding van de praktijk die het voorwerp van het onderzoek uitmaakt, en heeft hij hen opgeroepen om hen toe te laten hun bemerkingsen mee te delen.
- c) In zijn brieven van 21 december 2006 heeft de auditeur respectievelijk Y NV, X en Z overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet op de hoogte gesteld van het feit dat hij op die dag zijn bevindingen overmaakte aan het directiecomité en heeft hij hen uitgenodigd om op de zetel van de CBFA kennis te komen nemen van het dossier, dat werd samengesteld in het kader van zijn onderzoek.
- d) In bijlage bij zijn brief van 21 december 2006 heeft de auditeur zijn verslag overgemaakt aan het directiecomité, overeenkomstig artikel 71, § 2, eerste lid, van de wet.
- e) Z, in persoon, en X, via zijn raadslieden, hebben gevolg gegeven aan de uitnodiging om kennis te nemen van het dossier dat werd samengesteld in het kader van het onderzoek van de auditeur.
- f) Bij brieven van 2 februari 2007 werden X en Z respectievelijk uitgenodigd voor een hoorzitting, die op 2 maart 2007 zou doorgaan.
- g) Bij brief van 16 februari 2006 heeft Z, nadat hij was opgeroepen om op 2 maart 2006 door het directiecomité gehoord te worden, te kennen gegeven dat hij ervan afzag gehoord te worden door het directiecomité.
- h) In bijlage bij hun brief van 21 februari 2007 maakten de raadslieden van X een memorie van verweer over aan de voorzitter van het directiecomité.
- i) Op 2 maart 2007 vond een hoorzitting plaats. Het directiecomité heeft X, vertegenwoordigd door zijn raadslieden, gehoord. Z is niet verschenen ter zitting.
- j) Er werd geen aanvullende memorie van verweer ingediend na de hoorzitting.

III. Ten gronde

Afdeling I: Onderzoek van mogelijke inbreuken door X

3. Overwegende dat, in het licht van de feiten uiteengezet onder punt I., de vraag rijst of X, gelet op de informatie waarover hij beschikte:

- A. met miskennis van het administratiefrechtelijke verbod op handel met voorkennis, bepaald in artikel 25, § 1, 1°, a), van de wet, de transacties aangaande de aandelen A en B tijdens de periode van [dag J] tot [dag J+6] heeft verricht;

- B. met miskenning van artikel 25, § 1, 1°, b), van de wet de voorkennis, waarover hij beschikte, heeft meegedeeld aan Z;
- C. met miskenning van artikel 25, § 1, 1°, c), van de wet aan Z heeft aanbevolen om de financiële instrumenten waarop deze voorkennis betrekking had, te (doen) verkrijgen of vervreemden.

A. Artikel 25, § 1, 1°, a), van de wet : administratiefrechtelijk verbod op handel met voorkennis

A. 1. Onderzoek met betrekking tot de aandelen A

4. Overwegende dat artikel 25, § 1, 1°, a), van de wet, zoals het toepasselijk was op het ogenblik dat de orders werden gegeven en de transacties werden uitgevoerd, het verbod inhoudt ten aanzien van ieder *“die over informatie beschikt waarvan hij weet of zou moeten weten dat het voorkennis betreft”* om *“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.”*

Overwegende dat het onderzoek naar het bestaan van een inbreuk op voormeld artikel 25, § 1, 1°, a), uit drie onderdelen bestaat.

a) De betrokkene beschikt over voorkennis

5. Overwegende dat, overeenkomstig artikel 25, § 1, 1°, a), van de wet, de betrokkene dient te beschikken over voorkennis. Dat artikel 2, 14°, van de wet, zoals het toepasselijk was op het ogenblik dat de orders werden gegeven en de transacties werd uitgevoerd, voorkennis algemeen omschrijft als *“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 (...).”*

Overwegende dat de definitie van voorkennis vier componenten omvat.

(i) Nauwkeurige informatie

6. Overwegende dat voorkennis op de eerste plaats nauwkeurige informatie betreft.

Dat de vereiste nauwkeurigheid van de informatie vergt dat de informatie voldoende zeker en specifiek is. Dat het voldoende zekere karakter van de informatie inhoudt dat de informatie betrekking heeft op een situatie of een gebeurtenis die reeds ontstaan is of waarvan men redelijkerwijze kan verwachten dat ze zal ontstaan, doch dat in dit kader geen absolute zekerheid van de realisatie van de situatie of de gebeurtenis vereist is. Dat bovendien informatie voldoende specifiek dient te zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke koersimpact van de situatie of gebeurtenis.

De informatie waarover X op [dag J] beschikte (d.w.z. de dag voor de vergadering van de raad van bestuur van B)

7. Dat de informatie waarover X op [dag J] beschikte, voortvloeide uit de agenda voor de vergadering van de raad van bestuur van B en de bijhorende beleidsnota. Dat uit deze documenten duidelijk bleek dat binnen de raad van bestuur van B een bespreking zou plaatsvinden van een voorstel tot herstructurering van de groep en dat het, op grond van de beleidsnota, duidelijk was wat deze bespreking zou behelzen, met name een vrij gedetailleerd en uitgewerkt project tot fusie van A en B.

Dat de Richtlijn 2003/126/EG in haar overwegingen bevestigt dat de in vermelde richtlijn vervatte maatregelen "sporen met het advies van het Europees Comité voor het effectenbedrijf". Dat het advies van het Europees Comité voor het effectenbedrijf is uitgewerkt in het document, met kenmerk CESR/02-089d, "*CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*". Dat vermeld document preciseerd dat onzekerheden met betrekking tot het al of niet daadwerkelijk ontstaan of plaatsvinden van de situatie of gebeurtenis, het nauwkeurige karakter van de informatie niet verminderen. Dat bijvoorbeeld het feit dat een verwachte fusie op het einde van het onderhandelingsproces toch niet plaatsvindt, niet zal verhinderen dat de informatie aangaande de onderhandelingen terzake toch als nauwkeurig kan worden gekwalificeerd. Dat hetzelfde document eveneens stelt dat wanneer de informatie afkomstig is van een proces in fasen, elk feit met betrekking tot het proces, alsook de totaliteit van het proces zelf, precieze informatie is en daarom voorkennis zou kunnen uitmaken, tenzij het louter bestaat uit geruchten. Dat informatie die meer dan één aangelegenheid of gebeurtenis betreft terwijl sommige daarvan niet nauwkeurig zijn, toch als nauwkeurig kan worden beschouwd in zover de informatie ook nauwkeurige aangelegenheden of gebeurtenissen betreft. Dat bijvoorbeeld, informatie over een overnamebod als nauwkeurige informatie kan worden aangemerkt en voorkennis kan uitmaken, zelfs indien de bieder nog niet heeft beslist over de prijs van het bod.

Dat de informatie in casu betrekking had op een geplande herstructurering. Dat het feit dat deze informatie geen zekerheid verschafte over het welslagen van het fusieproject – met inbegrip van het geplande inkoopbod op de eigen aandelen van zowel A als B - nu de bevoegde organen daarover nog geen formele uitspraak hadden gedaan, daaraan niet in de weg staat. Dat op basis van de beleidsnota inderdaad kon worden besloten dat nog een aantal voorwaarden, waaronder de formele vaststelling van het fusievoorstel door de betrokken raden van bestuur en de goedkeuring van het fusievoorstel door de betrokken algemene vergaderingen van aandeelhouders, dienden vervuld te worden voor het welslagen van het fusieproject. Dat eventuele onzekerheden over de effectieve totstandkoming van het fusieproject echter niet verhinderen dat de informatie over de bespreking van de herstructurering door de raad van bestuur en over de geplande fusie tussen A en B toch als nauwkeurig kan worden gekwalificeerd.

Dat, op de eerste plaats, uit de beleidsnota bleek dat zij uitging van het beleidscomité van A en initieel was gericht aan de raad van bestuur van A, zij het dat deze nota op [dag J+1] ook werd voorgelegd aan de raad van bestuur van B. Dat A [meer dan 50 maar minder dan 75] % van het kapitaal hield van B en op haar beurt voor ongeveer 70 % in handen was van vaste aandeelhouders. Dat het beleidscomité was samengesteld uit de vertegenwoordigers van de hoofdaandeelhouders van A - waarin S/T en U, op grond van de gegevens vermeld in de studie "Simplifying holding structure and creating a more liquid security" van UBS Investment Bank die voorafgaand aan de vergadering van het beleidscomité van 5 juli 2004 aan de leden van dit comité werd toegestuurd, respectievelijk 37,88% en 16,62 % van de effecten

met stemrecht van A hielden - evenals van verschillende andere vaste aandeelhouders, zodat de meerderheid van de beleidsverantwoordelijken tevens de belangrijke aandeelhouders van A in dit comité vertegenwoordigd waren. Dat, gelet op deze concentratie van de beslissingsbevoegdheid bij A en haar vaste aandeelhouders, die elk hun vertegenwoordigers hadden in de raad van bestuur en in het beleidscomité, het betekenisvol was dat dit initiatief in de schoot van A was ontstaan en door haar beleidscomité was aanvaard, te meer daar dezelfde personen zich in het verleden blijkbaar hadden verzet tegen een herstructurering van de groep.

Dat, op de tweede plaats, de bespreking zou gaan over een welomlijnd project dat mits instemming van de betrokken raden van bestuur binnen relatief korte termijn zou worden afgewerkt. Dat, blijkens de beleidsnota, het beleidscomité van A zelf al verschillende scenario's voor de herstructurering had afgewogen en tot de conclusie was gekomen dat een fusie tussen A en B de beste keuze was. Dat er ook al een uitgewerkte visie over de aansturing van de eengemaakte groep na de fusie voorlag. Dat de beleidsnota niet louter een aanzet tot reflectie over verschillende strategische opties vormde, maar een voorstel voor één bepaald, zij het nog nader uit te werken, herstructureringscenario bevatte. Dat de beleidsnota ertoe strekte de betrokken raden van bestuur in te lichten van dit specifieke project en groen licht te bekomen voor de verdere uitwerking en externe toetsing ervan. Dat de beleidsnota bovendien 31 december [van dat jaar] als ultieme datum voor een formeel en definitief voorstel tot beslissing vermeldde, wat erop wees dat het project binnen relatief korte tijd (ongeveer 2 maanden) kon worden afgewerkt.

Dat, op de derde plaats, het te bespreken voorkeurscenario voor de herstructurering een fusie tussen A en B betrof. Dat in de beleidsnota werd uitgegaan van een fusie op basis van de intrinsieke waarde van A en B. Dat de beleidsnota melding maakte van het feit dat de intrinsieke waarde van A op basis van de cijfers d.d. 30 juni 2004 13,7 miljard euro bedroeg, terwijl haar marktkapitalisatie slechts 10,4 miljard euro bedroeg. Dat de beleidsnota het geheel of gedeeltelijk wegwerken van deze prijsdiscount van 24% van de beurskoers ten aanzien van de intrinsieke waarde van het aandeel A als één van de doelstellingen van de herstructurering bestempelde.

Dat, op de vierde plaats, de fusie tussen A en B zou worden voorafgegaan door inkoopbiedingen van beide vennootschappen ten belope van maximaal 10% van de uitstaande aandelen, teneinde de verwatering van de participatie van de meerderheidsaandeelhouders tegen te gaan. Dat de beleidsnota een tabel bevatte waarin de impact van de fusie op grond van een aantal parameters werd gesimuleerd. Dat de twee simulaties uitgingen van inkoopbiedingen met een premie ten aanzien van de beurskoers van respectievelijk 32% en 19% voor de aandelen A.

Dat aldus kan worden geconcludeerd dat X over nauwkeurige informatie beschikte, aangezien zij betrekking had op een gebeurtenis waarvan redelijkerwijze mocht worden aangenomen dat zij zou plaatsvinden.

Dat ook het geplande inkoopbod op aandelen A zowel als op aandelen B, onderdeel uitmaakte van het voorgestelde fusieproject en dus grotendeels aan dezelfde of gelijkaardige onzekerheden voornamelijk inzake prijsbepaling en ruilvoet was onderworpen. Dat evenmin als voor de fusie zelf, deze onzekerheden evenwel niet verhinderden dat de informatie over het geplande inkoopbod nauwkeurig genoeg was en betrekking had op een gebeurtenis waarvan redelijkerwijze mocht worden aangenomen dat ze zou plaats vinden.

Dat in casu de informatie over de geplande herstructurering van de groep B/A niet gebaseerd was op geruchten, doch omstandig werd beschreven en verantwoord in de beleidsnota van het beleidscomité van A.

Dat gelet op de hogervermelde samenstelling van dit comité, de richting waarin de herstructurering werd gestuurd zelfs als er nog geen definitieve zekerheid bestond over haar uitkomst, voor voldoende vaststaand kon worden gehouden.

8. Dat vervolgens dient te worden onderzocht of de informatie waarover X beschikte op [dag J] ook nauwkeurig was in de zin dat ze specifiek genoeg was om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde herstructurering op de koers van de financiële instrumenten.

Dat wat A betreft, de informatie specifiek genoeg was om er een conclusie uit te trekken omtrent haar mogelijke invloed op de beurskoers van de aandelen A. Dat de te bespreken herstructurering, blijkens de beleidsnota, immers onder andere tot doel of minstens tot gevolg had de prijsdiscount van het A-aandeel, zoals berekend in de nota, geheel of gedeeltelijk weg te werken. Dat bijkomend kan worden gewezen op de in de nota opgenomen simulaties van het inkoopbod van A voorafgaand aan de fusie, waarbij men ervan uitging dat bij dit inkoopbod een premie bovenop de beurskoers van A zou worden betaald, waarbij in een eerste simulatie een premie van 32% werd betaald, en in een tweede simulatie een premie van 19%. Dat deze premies, die beantwoordden aan de onderwaardering van A op de beurs, aan de minderheidsaandeelhouders moesten toelaten om uit te stappen vóór de fusie aan ongeveer dezelfde geldelijke voorwaarden als deze waartegen de fusie zou verlopen. Dat de informatie over de modaliteiten van het inkoopbod van A aldus specifiek genoeg was om een inschatting te maken van de eventuele koersimpact van de informatie op de beurskoers.

9. Dat aldus moet worden besloten dat de informatie waarover X op [dag J] beschikte, voldeed aan het nauwkeurigheidscriterium.

De informatie waarover X op [dag J+1] beschikte

10. Dat voor de analyse van de informatie waarover X beschikte ná de vergadering van de raad van bestuur van B, grotendeels kan worden verwezen naar de kwalificatie van de informatie waarover X op [dag J] beschikte, met het belangrijke verschil dat hij, door de bespreking bij te wonen, informatie uit eerste hand verkregen had over de presentatie van het fusieproject door de heren K en L, en over de reactie daarop van het Directiecomité en de raad van bestuur van B. Dat, in vergelijking met de informatie waarover X op [dag J] beschikte, deze informatie werd bevestigd en nog meer geactualiseerd was, aangezien de bespreking op [dag J+1] effectief had plaatsgevonden.

Dat de nauwkeurigheid van de informatie waarover X beschikte, door zijn deelname aan de bespreking was versterkt, vooral door de principieel positieve reactie van het directiecomité en de raad van bestuur van B ten aanzien van het voorgestelde fusieproject.

Dat de informatie waarover X beschikte na afloop van de vergadering van de raad van bestuur, specifiek genoeg was om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers van de financiële instrumenten. Dat hiervoor

grotendeels kan worden verwezen naar het onderzoek van dit punt voor de informatie die dateerde van [dag J] en dat de conclusie terzake nog bijkomend wordt versterkt, vermits de informatie meer geactualiseerd en uitgebreider was, en bijgevolg nog beter toeliet om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Dat dit geldt voor zowel het eigenlijke fusieproject, als voor het daarmee samenhangende voorstel betreffende een inkoop van eigen aandelen A en B voorafgaand aan de eigenlijke fusie.

Dat aldus moet worden besloten dat de informatie waarover X na de vergadering van de raad van bestuur beschikte, voldeed aan het nauwkeurigheidscriterium.

(ii) Informatie die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op (één of meer emittenten van) financiële instrumenten

11. Overwegende dat de informatie op de tweede plaats moet betrekking hebben op emittenten van financiële instrumenten of op financiële instrumenten.

Dat de informatie opgenomen in de beleidsnota en over de agendering en de bespreking van de mogelijke herstructurering van de groep B/A, betrekking heeft op emittenten van financiële instrumenten, met name A en B.

(iii) Niet openbaar gemaakte informatie

12. Overwegende dat voorkennis op de derde plaats niet openbaar gemaakte informatie betreft. Dat men in het voorliggend geval een onderscheid kan maken tussen de informatie waarover X beschikte bij het geven van de orders op [dag J] en de informatie waarover hij beschikte bij het geven van de orders tussen [dag J+1] en [dag J+6].

Dat de informatie waarover X op [dag J] beschikte, enerzijds bestond uit de wetenschap dat op de raad van bestuur van B van [dag J+1] de "*bespreking van een mogelijke structuurwijziging*" was geagendeerd, en dat deze bespreking zou plaatsvinden aan de hand van een uitgebreide en strikt vertrouwelijke beleidsnota, die afkomstig was van het beleidscomité van A. Dat A de moedervenootschap van B is en dat in bedoeld beleidscomité de hoofdaandeelhouders van A waren vertegenwoordigd. Dat hij anderzijds kennis had van de inhoud van de beleidsnota. Dat de informatie dat een beleidsnota van het beleidscomité van A zou worden besproken ter gelegenheid van de raad van bestuur van B alsook de inhoud van die nota, niet openbaar waren op [dag J].

Dat de verklaring van X dat de nota hem niets had bijgeleerd, geen afbreuk doet aan de vaststelling dat X beschikte over belangrijke informatie die niet openbaar was.

Dat het feit dat de mogelijke toenadering tussen B en A in het verleden al verschillende malen in de pers was gekomen, evenmin afbreuk doet aan het feit dat X kennis had van informatie over een concreet fusieproject, dat vrij gedetailleerd en uitgewerkt was en, bovendien, gesteund werd door het beleidscomité van A, en dat deze informatie niet openbaar was.

Overwegende dat X, ten tijde van de transacties die dateren van [dag J+1] en [dag J+6], over bijkomende niet openbaar gemaakte informatie beschikte naar aanleiding

van de bespreking van het herstructureringsproject door de raad van bestuur van B. Dat het feit dat een beleidsnota van A werd besproken op de raad van bestuur van B en er principieel gunstig was ontvangen, evenmin openbare informatie was.

Overwegende dat X op het ogenblik van het geven van de orders en van de uitvoering van de transacties beschikte over informatie, die niet was openbaar gemaakt.

iv) Informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, de koers van de financiële instrumenten gevoelig zou kunnen beïnvloeden

13. Overwegende dat voorkennis op de vierde plaats informatie betreft die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, de koers van de financiële instrumenten (of van aanverwante financiële instrumenten) gevoelig zou kunnen beïnvloeden, in die zin dat een redelijk handelende belegger er waarschijnlijk gebruik van zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.

Dat wat A betreft, men er niet ernstig aan kan twijfelen dat, indien op [dag J] de agenda van de vergadering van de raad van bestuur van B van [dag J+1] en de bijhorende beleidsnota van het Beleidscomité van A openbaar zouden zijn gemaakt, de vraag naar en de koers van aandelen A aanzienlijk zou zijn gestegen.

Dat, op de eerste plaats, de informatie afkomstig was van een betrouwbare bron; de documenten waren afkomstig van de betrokken vennootschappen zelf. Dat bovendien de informatie de weergave vormde van het standpunt van het beleidscomité van A, waarin haar hoofdaandeelhouders waren verenigd. Dat A de moedervenootschap van B is.

Dat voornamelijk in de beleidsnota duidelijk werd gesteld dat het fusieproject onder andere tot doel had de onderwaardering van A op de beurs geheel of gedeeltelijk weg te werken. Dat een redelijk handelende belegger die in bezit zou zijn van deze informatie, ze ongetwijfeld zou kunnen gebruiken om er zijn beleggingsbeslissing ten dele op te baseren. Dat het reële vooruitzicht dat de zogenaamde holdingdécote van A zou verdwijnen dankzij de herstructurering van de groep, ook al bestonden hierover nog een aantal onzekerheden, een gegeven is dat een redelijk handelende belegger zou aanzetten tot aankopen van de aandelen van de fusiepartner die een décote vertoonden. Dat hij hierbij kon verwachten dat, na de fusie, de marktwaarde van de gekochte aandelen met deze van de aandelen van de andere fusiepartner, met name B, zou overeenstemmen. Dat de te verwachten koersinvloed immers voldoende groot was, opdat een redelijk handelende belegger er zijn beleggingsbeslissing door zou laten beïnvloeden, los van de overige aspecten die zijn beleggingsbeslissing zouden kunnen steunen.

Dat bijkomend kan worden gewezen op de in de beleidsnota opgenomen simulaties van het inkoopbod van A voorafgaand aan de fusie. Dat een tabel, opgenomen in de beleidsnota, ervan uitging dat bij dit inkoopbod een premie bovenop de beurskoers van A zou worden betaald, waarbij in een eerste simulatie een premie van 32% en in een tweede simulatie een premie van 19% werd betaald. Dat deze premies, die voortvloeiden uit de onderwaardering van A op de beurs, aan de minderheidsaandeelhouders moesten toelaten om vóór de fusie uit te stappen aan ongeveer dezelfde financiële voorwaarden als deze waartegen de fusie zou verlopen.

Dat een redelijk handelende belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing minstens ten dele rekening zou houden met een mogelijk inkoopbod op aandelen A met aanzienlijke premies t.a.v. de beurskoers (waarvan de hoogte weliswaar verschilde afhankelijk van de simulatie). Dat de te verwachten koersinvloed immers voldoende groot was opdat een redelijk handelende belegger er zijn beleggingsbeslissing door zou laten beïnvloeden, los van de overige aspecten die zijn beleggingsbeslissing kunnen steunen.

Dat het al dan niet koersgevoelige karakter van de informatie moet worden beoordeeld op een *ex ante* basis en dat het in dat opzicht in beginsel niet relevant is of, wanneer de informatie publiek wordt gemaakt, de koers effectief al dan niet aanzienlijk wijzigt. Dat dit evenwel wel niet wegneemt dat *ex post* effectieve koersbewegingen desgevallend relevant kunnen zijn als aanwijzing. Dat, luidens de overwegingen bij de Richtlijn 2003/124/EG, achteraf beschikbare informatie kan worden gebruikt om de hypothese of de vooraf beschikbare informatie wel degelijk koersgevoelig was, te verifiëren. Dat in het voorliggend geval de informatie over de agendering van de bespreking van de herstructurering op de vergadering van de raad van bestuur van B van [dag J+1] niet als dusdanig bekend werd gemaakt, zodat de effectieve koersimpact van deze informatie niet kan worden nagegaan. Dat niettemin kan worden gewezen op de grote koersimpact van het perslek in de krant De Standaard van [dag J+26], dat geleid heeft tot een koersstijging van het aandeel A met 10,70%. Dat dit bericht verscheen toen de voorbereidingen van de fusie al verder gevorderd waren en dat het bovendien slechts werd weergegeven in een krantenartikel en in die zin, een minder betrouwbare bron dan documenten die uitgingen van de vennootschappen zelf, waarin ook nog werd gewezen op een aantal onzekerheden, en waarop op eerder terughoudende wijze werd gereageerd in een gezamenlijk persbericht van A en B. Dat de koers van het aandeel A niettemin een opstoot van meer dan 10% kende naar aanleiding van dit persbericht, wat een *onrechtstreekse indicatie* kan vormen voor het koersgevoelige karakter van de informatie waarover X op [dag J] beschikte, indien die zou zijn bekendgemaakt.

Dat wat gold voor de koersgevoeligheid ten aanzien van het A-aandeel van de informatie waarover X op [dag J] beschikte *a fortiori* ook geldt voor de informatie waarover hij beschikte na de raad van bestuur van [dag J+1]. Dat de informatie, waarover X op [dag J+1] beschikte, bevestigd werd en nog meer geactualiseerd en nog uitgebreider was dan op [dag J]. Dat X kennis had van de positieve reactie van het directiecomité en de raad van bestuur van B ten aanzien van het voorgestelde fusieproject, met inbegrip van de daarbij horende geplande inkoop van eigen aandelen A. Dat een redelijk handelende belegger die in bezit zou zijn van de informatie over de inhoud en het verloop van de bespreking van het fusieproject door de raad van bestuur, van deze informatie gebruik zou hebben gemaakt om er zijn beleggingsbeslissing ten dele op te baseren.

(v) *Besluit inzake de kwalificatie van de informatie waarover X beschikte*

14. Overwegende dat de informatie, waarover X beschikte bij het doorvoeren van de onderzochte transacties, voorkennis was in de zin van artikel 2, 14°, van de wet, aangezien zij de vier componenten ervan verenigt.

b) *De betrokkene weet of dient te weten dat de informatie waarover hij beschikt voorkennis vormt*

15. Overwegende dat X vroeger voorzitter was van F en op het ogenblik dat hij de onderzochte transacties doorvoerde, lid was van de raad van bestuur van D. Dat men ervan kan uitgaan dat X frequent werd geconfronteerd met informatie die confidentieel en koersgevoelig was.

Dat X een lange loopbaan heeft gehad in de financiële sector en een ervaren persoon is. Dat hij van de terzake geldende wetgeving niet kon onwetend zijn.

Dat X, gelet op de functies die hij ten tijde van de transacties bekleedde of had bekleed, wist of moest weten dat de informatie, waarover hij beschikte, voorkennis vormde. Dat hij bijgevolg gebruik heeft gemaakt van de voorkennis waarover hij beschikte.

c) De betrokkene verkrijgt of vervreemdt, voor eigen of voor andermans rekening, rechtstreeks of onrechtstreeks, een financieel instrument - of een aanverwant financiële instrument - waarop deze voorkennis betrekking heeft, of hij poogt een dergelijk instrument te verkrijgen of te vervreemden.

17. Overwegende dat X voor rekening van Y NV aandelen A heeft aangekocht op tijdstippen waarop hij over voorkennis beschikte. Dat hij voor de aankopen van 900, 850 en 2490 aandelen A in de periode tussen [dag J] en [dag J+6] in respectieve volgorde 57.35 euro, 58.40 euro en 59.90 euro per aandeel A heeft betaald.

A. 2. Onderzoek met betrekking tot de aandelen B

18. Overwegende dat de transacties in de periode tussen [dag J] en [dag J+6] verenigd zijn door eenheid van doel en verwezenlijking. Dat het onderzoek of de transacties met betrekking tot de aandelen B gebeurden met miskenning van artikel 25, § 1, 1°, a), van de wet niet noodzakelijk is, aangezien het bestaan van de constitutieve elementen van een dergelijke inbreuk reeds werd aangetoond voor de transacties met betrekking tot de aandelen A.

B. Artikel 25, § 1, 1°, b), van de wet : administratiefrechtelijk verbod om voorkennis mee te delen aan derden

19. Overwegende dat artikel 25, § 1, 1°, b), van de wet verbiedt aan eenieder, die over informatie beschikt waarvan hij weet of zou moeten weten dat het voorkennis betreft, deze voorkennis aan iemand anders mede te delen, tenzij dit gebeurt binnen het kader van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie.

Dat er geen aanwijzingen zijn dat X de nauwkeurige informatie over de geplande herstructurering dan wel het bestaan of de inhoud van de beleidsnota of over de bijeenroeping (met de bijgevoegde beleidsnota) en het verloop van de raad van bestuur van B van [dag J+1] heeft meegedeeld aan Z.

Dat Z heeft verklaard dat X hem meedeelde dat de "*processie van Echternach*", de toenadering tussen B en A, weer bezig was. Dat deze informatie als dusdanig evenwel niets vrijgeeft over de stand van zaken inzake de geplande herstructurering noch over het bestaan of de inhoud van de beleidsnota, noch over de bijeenroeping en het verloop van de raad van bestuur van B van [dag J+1], en dan ook niet kan worden beschouwd als een mededeling van de informatie die hoger als voorkennis wordt gekwalificeerd.

Dat het onderzoek bijgevolg niet toelaat om te besluiten dat X een inbreuk heeft begaan op het administratiefrechtelijke verbod vervat in artikel 25, § 1, 1°, b), van de wet.

C. Artikel 25, § 1, 1°, c), van de wet : administratiefrechtelijk verbod om derden aan te bevelen om de financiële instrumenten waarop de voorkennis betrekking heeft te (doen) verkrijgen of vervreemden

20. Overwegende dat het onderzoek geen elementen aan het licht heeft gebracht die erop wijzen dat X, op grond van de voorkennis in zijn bezit, iemand anders zou hebben aanbevolen om de financiële instrumenten waarop deze voorkennis betrekking had, te verkrijgen of te vervreemden of door anderen te doen verkrijgen of vervreemden.

Dat het onderzoek bijgevolg niet toelaat om te besluiten dat X een inbreuk heeft begaan op het administratiefrechtelijke verbod vervat in artikel 25, § 1, 1°, c), van de wet.

Afdeling II: Onderzoek naar mogelijke inbreuken door Z

21. Overwegende dat het onderzoek heeft uitgewezen dat de rol van Z in het kader van de transacties gesteld voor rekening van Y NV, eerder beperkt is geweest. Dat het, zoals reeds werd vermeld, op grond van de verklaringen van de medewerkers van de betrokken financiële tussenpersoon vaststaat dat X de opdracht heeft gegeven voor alle onderzochte transacties. Dat Z de orders van [dag J], door X in de voormiddag doorgegeven, in de namiddag heeft tegengetekend in het G-kantoor. Dat voor zover Z is tussengekomen, zijn rol bestond uit het uitvoeren, zonder appreciatiemarge, van een welbepaalde opdracht van X of zelfs maar uit het loutere attesteren ervan.

Dat men bijgevolg aan Z, voor wat de transacties voor rekening van Y NV betreft, geen inbreuk kan verwijten op het verbod vervat in artikel 25, § 1, 1°, a, van de wet.

Afdeling III: Onderzoek naar mogelijke inbreuken door Y NV

22. Overwegende dat de betrokken transacties voor rekening van Y NV waren, doch dat haar organen op geen enkele wijze betrokken zijn geweest bij de totstandkoming van de beleggingsbeslissingen die eraan ten grondslag lagen. Dat de beleggingsbeslissingen werden genomen door X, die op dat moment geen bestuursmandaat had, noch enig ander mandaat dat hem zou hebben gemachtigd om orders voor rekening van Y NV te plaatsen of om Y NV te vertegenwoordigen. Dat Y NV geen inbreuken ten laste kunnen worden gelegd.

IV. Sanctie

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

Overwegende dat het directiecomité bij gemotiveerde beslissing kan voorzien in de bekendmaking van haar beslissing of een uittreksel ervan.

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

Overwegende dat 4.240 aandelen A door X in de periode tussen [dag J] en [dag J+6] werden aangekocht tegen een globale prijs van 250.406 euro. Dat de slotkoers van het aandeel A op [dag J+57], de dag waarop het persbericht over de geplande fusie tussen A en B door de betrokken vennootschappen werd gepubliceerd, 76,40 euro bedroeg. Dat het globale onrechtmatige vermogensvoordeel, zelfs al werd het niet gerealiseerd, uitgaande van de situatie waarop X de verrichting had mogen uitvoeren zonder artikel 25, § 1, van de wet te schenden, op basis van deze berekening 73.530 euro bedraagt.

Overwegende dat de CBFA ten aanzien van X nog geen administratieve sanctie heeft opgelegd.

Overwegende dat rekening houdend met de ernst van de vastgestelde inbreuken, de vertrouwensfunctie die X als bankbestuurder op het ogenblik van de feiten uitoefende en het feit dat hij derhalve niet onwetend kon zijn van de draagwijdte van zijn handelingen, een administratieve geldboete van 220.590 euro, gelijk aan het drievoud van het hoger berekende vermogensvoordeel aan het proportionaliteitsbeginsel beantwoordt. Dat omwille van de aangehaalde motieven deze beslissing nominatief wordt bekend gemaakt.

Beslist om deze redenen,

(...)

Brussel, 13 juli 2007.

Eddy Wymeersch

Jean-Paul Servais

Rudi Bonte

Marcia De Wachter

* * *