



AUTORITEIT
VOOR
FINANCIËLE
DIENSTEN
EN MARKTEN

SANCTIECOMMISSIE

In een arrest van 24 september 2015 heeft het Hof van Beroep van Brussel deze beslissing bevestigd waar ze vaststelt dat de heer Z een inbreuk heeft begaan op artikel 25, § 1, 4° van de wet van 2 augustus 2002, maar de beslissing hervormd in de mate dat ze een administratieve boete oplegt en de nominatieve bekendmaking van de beslissing beveelt lastens de heer Z.

BESLISSING D.D. 17 JUNI 2013 INZAKE EEN ADMINISTRATIEVE SANCTIEPROCEDURE BETREFFENDE
DE HEER Z

De sanctiecommissie van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (hierna "de FSMA"),

Gelet op de artikelen 25, 36 en 70 tot 72 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");

Gelet op het koninklijk besluit van 28 juni 2011 tot vaststelling van de datum van inwerkingtreding van een aantal bepalingen van de wet van 2 juli 2010 tot wijziging van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten en van de wet van 22 februari 1998 tot vaststelling van het organiek statuut van de Nationale Bank van België, en houdende diverse bepalingen;

Gelet op het reglement van inwendige orde van de sanctiecommissie van 21 november 2011;

Gelet op de brief van 1 september 2009 waarbij het directiecomité van de voormalige Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (hierna "de CBFA") de secretaris-generaal van de CBFA, handelend in zijn hoedanigheid van auditeur, overeenkomstig het toenmalige artikel 70, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 heeft gelast met het onderzoek ten laste en ten gunste van praktijken die ernstige aanwijzingen inhouden van mogelijke inbreuken op de artikelen 10, § 1, en 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 en op artikel 5 van het koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, op basis van een vooronderzoek over de communicatie over het verloop van de uitvoering van het solvabiliteitsplan en over de solvabiliteitspositie van A tijdens de periode van januari 2008 tot het persbericht van 26 juni 2008;

Gelet op de beslissing d.d. 2 april 2012 van het directiecomité van de FSMA, overeenkomstig artikel 71, § 2, van de wet van 2 augustus 2002, om een procedure in te stellen die kan leiden tot de oplegging van een administratieve geldboete aan de heer Z, en gelet op de daaruit voortvloeiende kennisgeving van de grieven aan de heer Z per brief van 12 april 2012, met in bijlage het onderzoeksverslag van de auditeur;

Gelet op de overmaking van de kennisgeving van de grieven aan de voorzitter van de sanctiecommissie per brief van 12 april 2012;

Na kennisname van het verslag van de auditeur d.d. 30 november 2010;

Na kennisname van de schriftelijke bemerkingen die namens de heer Z werden overgelegd per brief van 10 augustus 2012;

Gelet op het verzoek tot wraking, geformuleerd in de schriftelijke opmerkingen van A NV/SA die werden neergelegd op 10 augustus 2012, van de heren Luc Huybrechts, Pierre Nicaise, Claude Parmentier en Philippe Quertainmont en gelet op de beslissing van de sanctiecommissie van 25 oktober 2012, samengesteld uit de heren Michel Rozie, Reinhard Steennot en Marnix Van Damme, om dit verzoek tot wraking te verwerpen, meegedeeld aan de heer Z per brief van dezelfde dag;

Gelet op de hoorzitting van de heer Z, bijgestaan door zijn raadslieden, d.d. 16 en 25 januari 2013;

Na kennisname van de schriftelijke bemerkingen neergelegd namens het directiecomité per brief van 13 februari 2013;

Na kennisname van de reactie op de schriftelijke bemerkingen van het directiecomité die namens de heer Z werd overgemaakt per brief van 7 maart 2013.

I. Feitelijke achtergrond zoals die blijkt uit het dossier

1. A: algemene voorstelling

1. Op het tijdstip van de gebeurtenissen die aan de grondslag liggen van de huidige procedure, waren de Belgische vennootschap A SA/NV en de Nederlandse vennootschap A N.V. de moedermaatschappijen van de internationale bankverzekeringsgroep A. De aandelen van beide moedervervennootschappen werden samen als "unit" verhandeld op de gereguleerde markten van Euronext Brussel en Euronext Amsterdam.

2. De overname van B: algemeen

2. De A groep vormde met de banken (...) en (...) een consortium dat een overnamebod deed op bedrijfsonderdelen van de Nederlandse financiële groep B. Dit overnamebod werd op 17 oktober 2007 succesvol afgesloten.

3. A: organisatie

3.1. Hoewel A SA/NV en A N.V. twee afzonderlijke rechtspersonen waren met elk hun eigen raad van bestuur, opereerden zij feitelijk alsof zij één enkele vennootschap vormden. Beide vennootschappen hadden elk een raad van bestuur, een *Chief Executive Officer* (CEO) en een *Executive Committee* (ExCo) met een identieke samenstelling en met identieke bevoegdheden.

3.2. De na het onderzoek van de auditeur mede aangewezen verdachten hadden volgende functies:

- *Chief Executive Officer* (CEO) X was tevens lid van de Raad van Bestuur;
- *Deputy CEO* Z was eveneens lid van de Raad van Bestuur; tot 31 december 2007 was hij ook *Chief Operating Officer* (COO) geweest; op het tijdstip van de gebeurtenissen was hij geen COO meer maar stond hij binnen het ExCo in voor de departementen "*Human Resources*", "*Public Affairs*" en "*Business Transformation*";

- Y was *Chief Financial, Risk and General Counsel* (tot 31 december 2007 was hij *Chief Financial Officer (CFO)*); hij was geen lid van de Raad van Bestuur, maar hij was wel lid van het ExCo (specifiek belast met de activiteiten van de departementen "*Performance Management*", "*Reporting, Consolidation & Accounting*", "*M&A and Finance*" en "*Tax*").

Alle drie waren zij lid van het *Executive Committee* (ExCo) en van het *Executive Risk & Capital Committee* (ERCC). X was tevens voorzitter van het ERCC. Zoals hierna uiteengezet, woonden zij op uitnodiging tevens de vergaderingen bij van het *Risk & Capital Committee* (RCC).

3.3. Het ExCo was samengesteld uit de *CEO*, de *Deputy CEO* en andere leden met uitvoerende managementfuncties binnen A. De leden ervan waren aangesteld door de Raad van Bestuur. Overeenkomstig het *Governance Statement* van A van 25 januari 2008 had het ExCo onder meer volgende opdrachten:

- *studying, defining and preparing, under the leadership of the CEO, the strategic options and proposals that may contribute to the development of [A];*
- *developing proposals for [A] policies to be submitted for Board approval and implementing such policies,*
- *under the leadership of the CEO, ensuring the management of [A] by:*
 - *developing and implementing [A] policies that the CEO defines as falling within the Group Executive Committee's remit;*
 - *giving direction, guidance and support to [A] companies and businesses, with due respect for the legal and regulatory framework applicable to each company within [A];*
 - *in accordance with rules and procedures determined by the Group Executive Committee, approving or deciding the entering into, revision or termination of any alliance, spin-offs or mergers, investments, acquisitions and divestitures, which are not reserved to the Board;*
- *monitoring:*
 - *performance – both the Businesses' and [A]'s – as against strategic goals, plans and budgets;*
 - *compliance with prevailing legislation, regulations and [A] policies and standards;*
- *managing and organising the [A] support functions covering matters such as:*
 - *Human resources;*
 - *Legal, Compliance and Tax matters;*
 - *Risk management;*
 - *Reporting: preparing the [A] consolidated external financial statements, as well as other financial and nonfinancial group-wide external reports and management information;*
 - *Internal and external communication, and investor relations;*
 - *Internal audit and the preparation of the nomination of the external auditors.*

3.4. Het RCC was een adviserend ad-hoc comité dat in de schoot van de Raad van Bestuur was opgericht en dat tot taak had deze bij de staan bij:

- het onderkennen van de risico's die inherent zijn aan de bank- en verzekeringsactiviteiten en waaraan A blootstaat;
- het toezicht op het juiste beheer van deze risico's, en
- het waarborgen dat het kapitaal van A toereikend is in verhouding tot de genoemde risico's en voor de risico's die inherent zijn aan de algehele bedrijfsvoering.

Op de vergaderingen ervan werden gebruikelijk de CEO en de Deputy CEO uitgenodigd en meestal ook bepaalde leden van het ExCo waaronder de *Chief Financial Officer* en de *Chief Risk Officer*.

3.5. Het ERCC was een adviserend comité op het niveau van het senior management dat tot taak had het ExCo bij te staan bij de definitie van het beleid van A op het vlak van het financieel en het risicomanagement. Het ERCC had onder meer tot opdracht om de onderwerpen die aan het RCC moesten worden voorgelegd voor te bereiden en na te kijken.

3.6. Overeenkomstig het *Governance Statement* van A van 25 januari 2008 was de CEO (op het moment van de feiten de heer X) onder meer haar voornaamste woordvoerder naar de buitenwereld toe en zat hij het ExCo voor. Overeenkomstig hetzelfde document stond de *Deputy CEO* (op het moment van de feiten de heer Z) de CEO bij in alle dagelijkse aangelegenheden, diende hij als plaatsvervanger voor de CEO bij vergaderingen van het ExCo en verving hij in het algemeen de CEO telkens als die laatste afwezig was.

4. *Solvabiliteit: reglementaire vereisten, eigen doelstellingen van A en impact van de overname van B*

4.1. Als bankverzekeringsgroep diende A de door het *Basel Committee on Banking Supervision* (Bazel Comité) bepaalde solvabiliteitsratio's aan te houden. Voor de berekening van de reglementaire solvabiliteitsvereisten van het bankbedrijf gold op het tijdstip van de gebeurtenissen het (soepelere) reglementair raamwerk Bazel II.

Naast de voor haar geldende reglementaire verplichtingen definieerde A, rekening houdend met de verwachtingen van de *rating*-agentschappen en de markt, haar eigen - strengere - solvabiliteitsdoelstellingen. Deze eigen solvabiliteitsdoelstellingen werden voor het bankbedrijf nog berekend overeenkomstig het reglementair raamwerk Bazel I. De overgang naar Bazel II zou voor A een "verlichting" van de kapitaalsvereisten inhouden die werd ingeschat op 2 miljard euro.

A definieerde en publiceerde vanaf het eerste kwartaal van 2007 haar eigen solvabiliteitsdoelstellingen als volgt:

- "[A] beheert haar vermogenspositie op groepsniveau op basis van de volgende doelstellingen:*
- het solvabiliteitsvereiste van het Bankbedrijf is bepaald op een verhouding van 7% uitgebreid kernvermogen ten opzichte van de risicogewogen verplichtingen, waarvan 1% hybride kapitaal. Dit betekent een doelstelling van 6% kernvermogen/risicogewogen verplichtingen;*
 - het solvabiliteitsvereiste van het verzekeringsbedrijf is bepaald op 225% van het wettelijk vereiste minimum, waarvan 50% hybride kapitaal. Dit betekent een doelstelling voor het kernvermogen van 175% van het wettelijk minimum;*
 - de leverage-doelstelling van de groep (bij Algemeen) is gelijk aan 15% van het kernvermogen van het Bankbedrijf plus dat van het verzekeringsbedrijf. Dit betekent dat 15% van het gecombineerde kernvermogen van het Bank- en het verzekeringsbedrijf gefinancierd kan worden met schuld op groepsniveau. "*

(overnameprospectus van 20 september 2007 (stuk 2.1.2 bij het verslag van de auditeur), p. 189 en 215; persbericht van 7 maart 2008 over de jaarresultaten van 2007 (stuk 2.8 bij het verslag van de auditeur), p. 11; persbericht van 13 mei 2008 over de resultaten van het eerste kwartaal 2008 (stuk 2.12 bij het verslag van de auditeur), p. 7)

4.2. De overname van bepaalde bedrijfsonderdelen van B en de geleidelijke integratie van die bedrijfsonderdelen in A in de boekjaren 2008 en 2009 hadden onvermijdelijk een impact op de solvabiliteit van A. De goodwill verbonden aan de door A overgenomen bedrijfsonderdelen vertegenwoordigde immers een groot deel van de overnameprijs, zodat elk door A geïntegreerd bedrijfsonderdeel onvermijdelijk voor een aanvullend eigenvermogen-vereiste zorgde.

Toch bevestigde A haar intentie om, gegeven het gematigde risicoprofiel van de van B overgenomen activiteiten, de eigen solvabiliteitsdoelstellingen voor haar bankbedrijf na deze overname en integratie te handhaven op of dichtbij een kernvermogen van 6% (uitgifteprospectus van 20 september 2007 (stuk 72 bij het verslag van de auditeur), p. 5; persbericht van 7 maart 2008 over de jaarresultaten van 2007 (stuk 2.8 bij het verslag van de auditeur), p. 11, 12 en 16; persbericht van 13 mei 2008 over de resultaten van het eerste kwartaal 2008 (stuk 2.12 bij het verslag van de auditeur), p. 3, 7, 8 en 11).

4.3. Om ook na de integratie van de van B overgenomen bedrijfsonderdelen de eigen solvabiliteitsdoelstellingen te halen, waren dus extra maatregelen nodig. Dit "solvabiliteitsplan" werd door A als volgt aan de markt voorgesteld:

"De meerderheid van de gebeurtenissen die een effect zullen hebben op de gerapporteerde solvabiliteit zal naar verwachting tussen eind 2008 en eind 2009 plaatsvinden. Over deze periode garanderen de volgende vier instrumenten voortgaande compliance met onze vermogensdoelstellingen:

- *Ingehouden winst*
- *Beheerste groei van het vermogensbeslag*
- *Verkoop van niet-strategische activa en het opzetten van joint-ventures*
- *Niet-verwaterende kapitaalsverhoging en capital relief transacties"*

(persbericht van 7 maart 2008 over de jaarresultaten van 2007 (stuk 2.8 bij het verslag van de auditeur), p. 15)

"De meerderheid van de gebeurtenissen die een effect zullen hebben op de gerapporteerde solvabiliteit zal tussen eind 2008 en eind 2009 plaatsvinden. In deze periode garanderen de volgende vier instrumenten voortgaande compliance met onze vermogensdoelstellingen:

- *Ingehouden winst*
- *Beheerste groei van de kapitaalsvereisten*
- *Verkoop van niet-strategische activa en het opzetten van joint-ventures*
- *Niet-verwaterende financiering en kapitaalverminderende transacties"*

(persbericht van 13 mei 2008 over de resultaten van het eerste kwartaal 2008 (stuk 2.12 bij het verslag van de auditeur), p. 11)

4.4. Bij de voorstelling van de jaarresultaten van 2007 op 7 maart 2008 werd een verwachte "buffer" (overschot) van 2,5 miljard euro aangekondigd tegen eind 2009, dit dankzij de uitgifte van niet-verwaterende kapitaalinstrumenten (stuk 2.8.1 bij het verslag van de auditeur, slide 24).

4.5. De voorstelling van de resultaten over het eerste kwartaal van 2008 op 13 mei 2008 bevatte de volgende commentaar van de heer X: *"Onze solvabiliteitsverhouding had in het eerste kwartaal te lijden van de verslechtering van de aandelenmarkten. Deze ontwikkeling werd echter gecompenseerd door ingehouden winst en de uitgifte van niet-verwaterende instrumenten. Het kernvermogen bleef ruim boven onze doelstelling. Het surplus aan kernvermogen zal slinken naarmate de overgenomen activiteiten van [B] overgaan naar [A] in de loop van 2008 en 2009 en voor de eerste maal worden geconsolideerd. Wij blijven niettemin op koers om onze vermogensdoelstellingen voor 2009 te behalen door inhouden van toekomstige winst, selectieve desinvesteringen en de uitgifte van niet-verwaterende instrumenten, zoals eerder werd aangegeven."* stuk 2.12, p. 3, bij het verslag van de auditeur). Bij deze gelegenheid had A aan de markt een "gap" (tekort) in de *look-through* solvabiliteitsramingen meegedeeld van 3 miljard euro voorafgaand aan het nemen van vier soort maatregelen. De daarbij getoonde *slide* visualiseerde dat A "on target" ("op doel") zou zijn na het nemen van die maatregelen (stuk 2.12.1 bij het verslag van de auditeur, slide 24), maar vermeldde niet langer een verwachte "buffer" (overschot) van 2,5 miljard euro.

5. De "EC Remedies" opgelegd in het kader van de overname van B

5. De Europese mededingingsautoriteiten hadden voorwaarden gesteld voor de overname van een aantal bedrijfsonderdelen van B, met name de overdracht van zo'n 10% van de volledige Nederlandse *commercial banking*-markt in termen van activa en opbrengsten (*EC Remedies*). Die overdracht diende tegen 3 oktober 2008 te zijn afgerond met dien verstande echter dat uiterlijk op 3 juli 2008 een *share purchase agreement* (verkoopsovereenkomst van aandelen) zou worden ondertekend. Destijds had A de termijn die door de Europese Commissie was opgelegd voor deze overdracht echter niet bekend gemaakt. A had in een persbericht dat op 3 oktober 2007 was verspreid wel het volgende verklaard: "*de opgelegde maatregelen hebben geen noemenswaardig effect op de na de overname geplande integratie van [A] en [B]*" (stuk 74 bij het verslag van de auditeur).

Begin maart 2008 had A contact genomen met meerdere partijen die mogelijks interesse hadden in de overname van deze activa. Op 22 april 2008 had C een bindend bod overgemaakt aan A.

6. Verdere evolutie in 2008: inleiding

6. In de context van de zogenaamde *subprime*-crisis wijzigde zich vanaf januari 2008 de financiële situatie van A van langsom meer. Bovendien verliep de verkoop van de *EC Remedies* niet als verwacht en was er een daling van de *look-through* solvabiliteitsramingen (de door A gebruikte methode om de evolutie van haar solvabiliteit te ramen tot op het ogenblik waarop de van B overgenomen bedrijfsonderdelen volledig zijn geïntegreerd).

7. Evolutie van het "EC Remedies" dossier

7.1. Op de avond van 7 mei 2008 waren bepaalde directieleden, inzonderheid de heren Z en Y, ervan op de hoogte gebracht dat de door C, kandidaat-koper, tijdens de onderhandelingen over de verkoop van de *EC Remedies* gestelde voorwaarden veel ongunstiger zouden uitvallen dan aanvankelijk was verwacht, vooral op het vlak van de solvabiliteit (zie de e-mails van 7 mei 2008 weergegeven onder de punten 1 t.e.m. 9 in bijlage 2.1 bij het verslag van de auditeur).

De heer Y heeft hierop dezelfde dag gereageerd per e-mail aan de heer L door deze gegevens als een "*huge issue*" (een groot probleem) te bestempelen (stuk 2.149 bij het verslag van de auditeur). Hij heeft dezelfde dag ook nog per e-mail aan de heer N gesteld (punt 4 in bijlage 2.1 bij het verslag van de auditeur):

"We have a serious problem here. This has never been included in our solvency stress tests and is not what was explained when we reviewed the offers"

7.2. In een nota aan de heer Y van 16 mei werd becijferd dat de solvabiliteitsramingen zouden dalen met 1,2 miljard euro ten opzichte van de oorspronkelijke ramingen als gevolg van de door C gestelde voorwaarden (een negatieve impact op het eigen vermogen van 800 miljoen euro i.p.v. een positieve impact van 400 miljoen euro: stuk 2.99 bij het verslag van de auditeur).

7.3. Op 19 mei 2008 besliste de ERCC voor te stellen de verkoop aan C te finaliseren en op de vergadering van het ExCo van 20 mei 2008, waarop onder meer de heren X, Y en Z aanwezig waren, werd melding gemaakt van het aangaan van exclusieve onderhandelingen met deze bank (stuk 2.77 bij het verslag van de auditeur).

8. Evolutie van de solvabiliteitsramingen tot 12 juni 2008

8.1. Al tijdens een vergadering van het ERCC van 5 mei 2008 stelden de heren Y en L een "*Liquidity, Solvency & Funding report*" (liquiditeits-, solvabiliteits- en financieringsverslag) voor (stuk 2.87 bij het

verslag van de auditeur). Dit document bevatte ramingen van de evolutie van de *look-through* solvabiliteit per 26 april 2008. In het basisscenario kwamen de ramingen per eind 2008 uit op een "gap" (tekort) van ongeveer -0,4 miljard euro na geplande maatregelen (met weliswaar een overschot van ongeveer 1,5 miljard euro bij toepassing van Bazel II). In het stress-scenario bedroeg de "gap" (tekort) per eind 2008 ongeveer -4,8 miljard euro (stuk 43.20 bij het verslag van de auditeur).

8.2. Op de ERCC-vergadering van 19 mei 2008 (waarop ook de heren X en Z aanwezig waren) deelde de heer Y, rekening houdend met de recentste ontwikkelingen in het *EC Remedies*-dossier, een nieuwe *look-through* solvabiliteitsraming per einde 2008 mee en lichtte ze toe. De conclusie luidde dat de *gap* (negatief verschil ten opzichte van de solvabiliteitsdoelstellingen van A) na de integratie van B -1,5 tot -1,8 miljard euro zou bedragen. De notulen van deze vergadering vermelden (stuk 2.88 bij het verslag van de auditeur):

"[Y] handed out an updated solvency forecast for Q4 2008 in line with the latest EC Remedies assumptions. This leads to an estimated core equity deficit versus our internal target of -1.5bnEUR to -1.8 bnEUR."

Het ERCC besliste dat dit ook betekende dat het *solvency contingency*-plan verder moest worden uitgewerkt, en ging akkoord dat daarbij drie mogelijke pistes verder moesten worden onderzocht: het ophalen van kapitaal, desinvesteringen en een correctie van het dividendbeleid (stuk 2.88 bij het verslag van de auditeur).

8.3. Aan het ERCC van 5 juni 2008 werd een memorandum van de heer L voorgelegd waarin de vaststelling van een groeiend tekort ten opzichte van de eigen solvabiliteitsdoelstellingen en de daaruit voortvloeiende noodzaak om bijkomende maatregelen te nemen werd bevestigd (stuk 2.89.1 bij het verslag van de auditeur):

"Solvency update:

- *[A] end of 2009 solvency projections assuming full consolidation of [B] entities ("look-through") are currently below target (~ EUR 3 billion). This is mainly due to unfavourable valuations of the planned divestments, negative solvency impact of EC Remedies and the announced acquisition of [...]*
- *[A] expected Q2 look-through solvency reporting will demonstrate a increasing solvency gap compared to Q1 (from EUR 3 billion to EUR 4.5 billion). This deterioration will require immediate actions to be taken to fill the increase gap and satisfy regulators and rating agencies"*

Bij dit memorandum was als appendix 1 een tabel opgenomen met een voorspelling tegen eind 2008, van een tekort (voor uitvoering van maatregelen) van 4,5 miljard euro in het basis-scenario en van 8 miljard euro in het stress-case scenario. Na uitvoering van de voorziene maar nog niet aangekondigde maatregelen werd het tekort geschat op 2,5 miljard euro in het basis-scenario en 8,7 miljard euro in het stress-scenario. Tegen 2009 ging het om een voorspeld tekort van 3,1 miljard in het basis-scenario en 11,3 miljard in het stress-scenario.

De notulen van het ERCC geven weer dat de heer L bij de toelichting hiervan het vergroten van de "gap" (tekort) ten opzichte van eerdere bekendmakingen onderstreepte (stuk 2.89: "*[L] presented a status update on the solvency with special attention to the widening of the gap versus previous disclosures*"). Het ERCC besliste daarop dat een aantal bijkomende maatregelen verder moest worden onderzocht en voorgesteld aan het RCC en de Raad van Bestuur van 18 en 19 juni 2008 (stuk 2.89 bij het verslag van de auditeur).

8.4. In een aan het ERCC gerichte nota van 9 juni 2008 werd nogmaals benadrukt dat sinds de aankondiging van het solvabiliteitsplan bij de jaarresultaten van 2007, de marktomstandigheden de mogelijkheid hadden aangetast om de vereiste solvabiliteitsdoelstelling te bereiken aan de hand van

de geplande maatregelen (stuk 2.104 bij het verslag van de auditeur). Deze nota vermeldt (de passages in vette letters worden als dusdanig weergegeven in de nota):

"Since the announcement - at the time of the full year 2007 results - of the Solvency Raising Plan, market circumstances have affected our ability to reach the required solvency target with the planned measures.

In the tables below the difference between the initial plan (March 2008) and the present situation is summarized.

From a plan providing for a buffer of EUR 2.5 billion to absorb higher growth or unexpected events, we are now in a situation where the buffer is used and an addition of EUR 3 billion capital is required to reach the same solvency targets.

(...)

In fact, situation has worsen by EUR 5.6 billion, mainly due to CDO & equity market impacts, lowered expectations from divestments and the planned [...] acquisition.

One should also remember that the solvency situation in the shown tables takes into account a certain number of transactions already announced but not yet closed ([...] and [...]) and some solvency raising plans in progress (for capital raising EUR 2.5 billion & CSA claim EUR 3.0 billion). Those elements still include a degree of uncertainty"

8.5. Op 10 juni verlaagde Merrill Lynch haar aanbeveling voor A van "kopen" naar "neutraal" om vier redenen die verband hielden met de gewijzigde marktomgeving inzake kapitaal (stuk 2.31 bij het verslag van de auditeur).

Op dezelfde dag deelde de heer X in een e-mail gericht aan de heer Y en aan de heer Z mee dat hij aan de heer Z had gevraagd om de voorzitter van de Raad van Bestuur op de hoogte te houden van de evolutie van de toestand (stuk 2.127 bij het verslag van de auditeur).

8.6. Op 11 juni 2008 werden aan het ERCC projecties inzake solvabiliteit (per eind 2009) voorgesteld die resulteerden in een tekort in het kernvermogen in zowel het basisscenario als het "stress test" scenario en werd een actieplan voorgesteld. De notulen van deze vergadering geven weer dat de heer X zijn visie als volgt uitlegde:

"M. [X] explained he looked at the issue as follows:

- Gap consists of EUR -2.5 bn in Base case and additional EUR -2.8 bn in Stress Case*
- Solutions should be build up in two stages: 2008 actions: securitisation, delta financing and capital increase; 2009 actions: further securitisations and/or divestments"*

Het ERCC gaf de heren Y en L de opdracht om de nodige voorbereidingen te treffen om de voorzitter van de Raad van Bestuur en de voorzitter van het RCC in te lichten over de solvabiliteitsituatie en het voorgestelde actieplan, besliste dat de heren X, Y en Z de voorzitter van de Raad van Bestuur moesten inlichten en dat de heer Y de voorzitter van het RCC moest inlichten (stuk 2.90 bij het verslag van de auditeur).

Eveneens op 11 juni 2008 besliste het ExCo - na door de heer X te zijn ingelicht over de discussie binnen het ERCC - om aan de Raad van Bestuur de aanbeveling voor te leggen om het toegestane kapitaal te gebruiken (stuk 2.78 bij het verslag van de auditeur).

9. Verdere evolutie i.v.m. de solvabiliteit na 12 juni 2008

9.1. De Raad van Bestuur van A werd op 18 en 19 juni 2008 (stuk 2.68 bij het verslag van de auditeur) door de heer Y op de hoogte gebracht van de daling van de *look-through* solvabiliteitsramingen (die wezen op een *gap* van -3,1 miljard euro in het base case scenario of -5.9 miljard euro in het stress case scenario). De heer Y stelde tevens de maatregelen voor die het management voorstelde om die daling

op te vangen, waarna de heer M het standpunt en de bijkomende suggestie van het RCC (om het totale dividend van 2008 in aandelen uit te betalen) voorstelde. De Raad van Bestuur besprak het solvabiliteitsplan van het management en de suggestie van het RCC, maar stelde de finale beslissing erover uit tot 25 juni 2008.

Tijdens de Raad van Bestuur van 18 en 19 juni 2008 stelde de heer Y ook de stand van zaken met betrekking tot de *EC Remedies* voor. Daarbij lichtte hij ook toe dat de impact op de solvabiliteit ten opzichte van de initiële ramingen een daling met 1,2 miljard euro inhield.

9.2. Per brief van 24 juni 2008 deelde A aan de CBFA het uitstel van bekendmaking van voorkennis mee, daarbij verwijzende naar informatie die tijdens de Raad van Bestuur van 18 juni 2008 voldoende nauwkeurig zou zijn geworden en naar een geplande bekendmaking op 26 juni 2008 (stuk 2.117 bij het verslag van de auditeur).

9.3. De Raad van Bestuur van A keurde op 25 juni 2008 het door het management voorgestelde solvabiliteitsplan goed (stuk 2.69 bij het verslag van de auditeur). Inzonderheid besliste de Raad van Bestuur:

- om geen interimdividend 2008 te betalen en om in maart 2009 aan de algemene vergadering voor te stellen om het gewone dividend over 2008 uit te betalen in aandelen;
- om het kapitaal te verhogen door de uitgifte van nieuwe aandelen voor 1,5 miljard euro (binnen het kader van het toegestane kapitaal).

9.4. Op 26 juni 2008 kondigde A in een persbericht getiteld "*[A] versnelt uitvoering solvabiliteitsplan*" deze maatregelen aan (stuk 2.17 bij het verslag van de auditeur). Daarin werd onder meer toegelicht: "*Deze uitzonderlijke maatregelen zijn nodig vanwege de huidige uitzonderlijke omstandigheden.*" Het persbericht stelt voorts dat de maatregelen van het aangepaste solvabiliteitsplan "*- de volledige consolidatie van de verworven activa van [B] in aanmerking nemend - [A] in staat zullen stellen de core Tier 1 tegen ultimo 2009 ruim boven de 6% te houden (onder Basel I)*".

Bij de sluiting van de beurs op 26 juni, noteerde het A-aandeel aan 10,26 EUR, een daling van 18,9% ten opzichte van de sluitingskoers van de vorige dag.

10. Korte weergave van de door A en haar vertegenwoordigers verstrekte informatie die het voorwerp uitmaakt van het aan de sanctiecommissie voorgelegde dossier

10.1. Tegen deze achtergrond hebben A en haar vertegenwoordigers informatie verstrekt over de evolutie van de *EC Remedies* en over de solvabiliteit:

- op de *Investor Day* van 22 mei 2008,
- in een persbericht van 23 mei 2008 over de uitgifte van NITSH II,
- tijdens het programma 'Het financieel ontbijt' van 5 juni 2008, en
- op de door Goldman Sachs (in Berlijn) georganiseerde conferentie van 12 juni 2008.

10.2. Een deel van het ExCo van 10 en 11 april 2008 was gewijd aan de *Investor Day* van 22 mei (stuk 2.74 bij het verslag van de auditeur) en de algemene planning van die dag werd op de ExCo van 20 mei 2008 goedgekeurd; uit de notulen van die laatste vergadering blijkt ook dat de communicatie tijdens de *Investor Day* over de solvabiliteit uitgebreid besproken was door het ERCC (stuk 2.77 bij het verslag van de auditeur).

De heer X zette tijdens de *Investor Day* aan de hand van *slides* uiteen dat de onderhandelingen met betrekking tot de *EC Remedies* op schema waren ("*On track to close the EC Remedies within the agreed*

time horizon"), dat besprekingen met potentiële kopers aan de gang waren ("*discussions with potential buyers ongoing*") en dat het proces een goede vooruitgang kende ("*So I can say this is progressing well*" - "*So I am comfortable with the ongoing process there*") (stuk 2.15.1 en stuk 12.6 bij het verslag van de auditeur). Over solvabiliteit zei de heer X onder meer dat hij er vertrouwen in had dat de eerder voorgestelde plannen zouden worden gehaald en dat A op schema was om de kapitaaldoelstellingen voor 2009 te halen:

1. (...) *The one thing I can say is that we are very confident to deliver our plans, absolutely on track to deliver the plans we showed you sometimes back. I'm sure you will be at the end of this day feeling also quite comfortable about the achievement.*
2. (...) *in respect of our solvency, our core capital continues to be in excess of our target and we are on track to meet our capital objectives for 2009. (...)*

Van zijn kant gaf de heer Y een uiteenzetting met *slides* betreffende de *look-through* solvabiliteit die hij zei op schema te zijn ("*we remain on track to meet our look-through solvency targets end of 2009*") en sterk te blijven ("*our solvency position remains strong*") (stuk 2.15.1 en stuk 12.6 bij het verslag van de auditeur):

"(...) we remain on track to meet our look-through solvency targets end of 2009. And as I said already in many meetings we will continue to further reinforce our solvency and capital mix also by implementing the remaining part of the plan, being strong earnings generation and retention, selective sales of assets or set-up of joint-ventures, raising of non-dilutive capital instruments, execution of capital relief transactions and a controlled growth of the capital requirements. (...) our solvency position remains strong thanks to the successful execution of our initial capital management plan and be reassured this is at the top of the agenda not only of the person in charge of finance but of the full executive committee of our company."

De heer Y heeft nog aangegeven dat A "*stevige pro-forma look-through kapitaalratio's*" behield. Daarbij gebruikte hij een slide die een schema bevatte dat nagenoeg identiek was aan het schema gebruikt bij de voorstelling van 13 mei 2008. Het enige verschil tussen beide schema's was het in rekening brengen van de plaatsing van NITSH II tussen de "*ondernomen acties*" in de voorstelling tijdens de *Investor Day*. Deze slide vermeldde nog steeds dat A "*on target*" ("*op doel*") was eens de maatregelen van het solvabiliteitsplan gerealiseerd zouden zijn (stuk 2.15.2 bij het verslag van de auditeur).

10.3. In een persbericht van 23 mei 2008 kondigde A de afsluiting aan van de plaatsing van het hybride instrument NITSH II, die 625 miljoen euro had opgeleverd (stuk 2.16 bij het verslag van de auditeur). Het persbericht bevatte ook het volgende aan de heer Y toegeschreven citaat: "*[A] is tevreden met dit resultaat. Wij hebben hiermee onze vooropgestelde doelstelling gerealiseerd en de vermogenspositie van [A] verder versterkt.*"

Naar de heer Y tijdens een verhoor heeft bevestigd, was het streefdoel van de plaatsing van NITSH II 1 miljard euro geweest (stuk 32 bij het verslag van de auditeur). Hij had bovendien op het ExCo van 20 mei, toen de plaatsing nog niet gesloten was, meegedeeld dat het resultaat tot dan toe beneden de verwachtingen lag (stuk 2.77 bij het verslag van de auditeur). Dat A 1 miljard euro wilde ophalen met de plaatsing van NITSH II was destijds vermeld geweest in de pers (stuk 51.5.1 bij het verslag van de auditeur, p. 29). Achteraf werden het RCC en de Raad van Bestuur van 6 juni 2008 verzocht om de uitgifte van NITSH I Tap goed te keuren, met het uitdrukkelijke doel om het resultaat van NITSH II, dat lager was dan de beoogde 1 miljard euro, te compenseren (stuk 2.83 en stuk 2.67 bij het verslag van de auditeur).

10.4. Tijdens de conferentie 'Het Financieel ontbijt' van 5 juni 2008 op de zetel van B verklaarde de heer X onder meer dat de solvabiliteit "*op plan*" was, dat de solvabiliteit "*sterk*" was en dat

"Solvabiliteit, ik krijg vaak de vraag over solvabiliteit. Ik kan alleen bevestigen wat wij altijd gezegd hebben met de acquisitie van [B]." (stuk 52.2.16 en stuk 81 bij het verslag van de auditeur):

"We hebben hard gewerkt aan de solvabiliteit en blijven werken aan de solvabiliteit. (...) In de laatste recente periode hebben jullie gezien dat wij met non-dilutive instruments op de markt zijn gekomen. Dat zijn NITSH I en NITSH II. En dat loopt ook goed en wij hebben... ons programma, dat is gewoon op onze gedefinieerde lijn."

(...)

"Solvabiliteit, ik krijg vaak de vraag over solvabiliteit. Ik kan alleen bevestigen wat wij altijd gezegd hebben met de acquisitie van [B]. Wij hebben daar ook een tabel over gegeven hoe dat wij het gingen financieren. Ik sprak eerst over de rights issue dan andere non-dilutive instrumenten: wij hebben NITSH I en NITSH II gedaan, wij zijn met andere plannen bezig. Wij hebben ook divestitures gedaan. [...] was een voorbeeld. Wij zijn ook aan andere opties aan het kijken. Op bepaald moment in onze financieringsplannen waren er zulke posten zoals het disposal van assets. Daar zijn wij ook bezig mee, samen trouwens met [B]. En securitization is vandaag wat moeilijker, dat is duidelijk, maar zodra dat weer open komt zal dat ook een thema zijn."

(...)

"Solvabiliteit is sterk. (...)"

10.5. Op 12 juni 2008 gaf de heer Z op een door Goldman Sachs te Berlijn georganiseerde conferentie, waarop zowel vertegenwoordigers van de Europese financiële instellingen als bepaalde beleggers aanwezig waren, een uiteenzetting waarin ook de solvabiliteit van A aan bod kwam. Uit de daarbij door de heer Z gebruikte *slide* en *speaker notes* blijkt onder meer dat daarbij sprake was van stevige of gezonde kapitaalratio's per 31 maart 2008 en van de vermelding dat het plan dat voorligt om de solvabiliteit herop te bouwen A einde 2009 terug op spoor zal brengen (stuk 65.2.1.2 en stuk 65.2.1.1 bij het verslag van de auditeur - de passages in vette letters worden als dusdanig weergegeven in de *speaker notes*):

"Slide 8-Sound pro forma look through capital ratios

As you know, we had a 5.5 billion solvency surplus at the end of the first quarter 2008. This surplus will gradually decrease as the acquired [B] activities are transferred to [A] during the course of 2008 and 2009.

On a look-through basis, we had a pro forma Bank Core Equity ratio of 5.3% (based on Basel 1), below our 6% target. The gap is around EUR 3 billion, but the plan in place to rebuild the solvency will get us back on target by the end of 2009.

This plan (to rebuild the solvency) is based on different levers:

- earnings generations and retention*
- selective sales of assets or set-up of JVs*
- issuance of non-dilutive capital instruments*
- execution of capital relief transactions*
- controlled growth of our capital requirements.*

A recent example of continued execution is the issuance of NITSH 2, a EUR 625 million non-dilutive core tier 1 instrument. We will continue to update the market on progress made.

Obviously, the environment remains challenging and [A] will continue to take whatever steps necessary to navigate successfully through the current crisis.

In 18 months from now, when [B] is fully consolidated by [A], the risk profile of our company will be lower than today. At that time we will assess if the reduced risk profile will result in a lower capital target."

Het is enkel deze uiteenzetting van 12 juni 2008 door de heer Z die het voorwerp uitmaakt van de beoordeling door de sanctiecommissie in deze beslissing. Verdere details van deze uiteenzetting komen aan bod bij de bespreking ten gronde.

11. Verdere vermeldingen

11.1 Na de periode waarin de feiten die het voorwerp uitmaken van deze beslissing plaatsvonden, wijzigden A SA/NV en A N.V. vooreerst hun naam in respectievelijk A' SA/NV en A' N.V. Vervolgens fuseerden beide vennootschappen in de loop van 2012 met elkaar, met de Belgische vennootschap A' SA/NV als overnemende en dus overblijvende vennootschap. In de rest van deze beslissing wordt duidelijkheidshalve verwezen naar "A".

11.2. Het past ook erop te wijzen dat sinds 1 april 2011 het toezicht op de financiële sector in België is geëvolueerd naar een bipolair model, het "Twin Peaks" model genoemd, dat steunt op twee autonome toezichthouders, te weten de Nationale Bank van België enerzijds en de FSMA anderzijds. De FSMA heeft de CBFA opgevolgd als toezichthouder voor onder meer de financiële markten en de genoteerde vennootschappen. Gelet op die evoluties wordt in de rest van deze beslissing verwezen naar de FSMA wanneer wordt verwezen naar stappen die betrekking hebben op deze administratieve sanctieprocedure.

II. Grieven geformuleerd door het directiecomité

12. Bij beslissing van 29 juli en 18 augustus 2009 die de auditeur per 1 september 2009 werd betekend, heeft het directiecomité van de FSMA hem belast met een onderzoek *à charge* en *à décharge* (ten laste en ten gunste) van praktijken die ernstige aanwijzingen inhouden van mogelijke inbreuken op de artikelen 10, § 1, en 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten en op artikel 5 van het koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Het directiecomité nam deze beslissing op grond van een vooronderzoek naar de communicatie over het verloop van de uitvoering van het solvabiliteitsplan en over de solvabiliteitspositie van A tijdens de periode van januari 2008 tot het persbericht van 26 juni 2008.

13. De auditeur heeft het directiecomité van de FSMA op de hoogte gebracht van zijn definitief verslag en op 2 april 2012 heeft het directiecomité beslist over de gevolgen die het aan het onderzoeksverslag verleent. Het directiecomité heeft bij die gelegenheid beslist om een procedure in te stellen die kan leiden tot het opleggen van een administratieve geldboete aan de heer Z.

Het onderzoeksverslag van de auditeur besluit tot het bestaan in hoofde van de heer Z van een inbreuk op artikel 25, § 1, eerste lid, 4°, van de wet van 2 augustus 2002. Deze inbreuk zou zijn gepleegd naar aanleiding van de uiteenzetting die de heer Z gaf tijdens een conferentie die op 12 juni 2008 in Berlijn was georganiseerd door Goldman Sachs (verspreiding van informatie waarvan onjuiste en misleidende signalen uitgingen over het A-aandeel in verband met de evolutie van haar solvabiliteitsplan - zie het verslag, § 158). Het directiecomité heeft beslist om de vaststellingen van de auditeur te weerhouden als grieven in hoofde van de heer Z.

14. Tijdens zijn zitting van 2 april 2012 heeft het directiecomité ook beslist om een procedure in te stellen die kan leiden tot het opleggen van een administratieve geldboete aan A (A SA/NV) en de heren Y en X. Aangezien deze partijen hebben gekozen voor een procedure in de Franse taal terwijl de heer Z heeft gekozen voor een procedure in de Nederlandse taal en bovendien heeft verzocht om een afzonderlijke hoorzitting, neemt de sanctiecommissie ten aanzien van die partijen een afzonderlijke beslissing.

III. Beoordeling van de verweermiddelen van de heer Z

A. Voorafgaande verzoeken van de heer Z

§ 1. Splitsing van de procedures voor een goede rechtsbedeling

15.1. De heer Z, die opteerde voor een procedure in de Nederlandse taal, stelt dat het in het belang van een goede rechtsbedeling is dat de vordering tegen hem in een afzonderlijke procedure wordt behandeld, mede gelet op zijn functioneel slechts zeer onrechtstreekse en zijdelingse betrokkenheid bij de feiten die aan de grondslag liggen van de vordering.

15.2. Terzijde gelaten de door de heer Z aangehaalde redenen daartoe, stelt de sanctiecommissie vast dat de vordering van het directiecomité afzonderlijk bij haar aanhangig werd gemaakt en daar ook afzonderlijk wordt behandeld.

§ 2. Schorsing van de procedure wegens de hangende strafprocedure

16.1. De heer Z erkent dat de sanctiecommissie er niet wettelijk toe is verplicht de administratiefrechtelijke procedure op te schorten maar verzoekt dit toch, teneinde tegenstrijdigheden met de beslissing van de strafrechter in de hangende strafprocedure tegen hem te vermijden.

16.2. Er valt geen dwingende reden in te zien om op dit verzoek in te gaan.

B. Onontvankelijkheid van de vordering

1. Onderzoek van de auditeur buiten diens saisine

17.1. De heer Z voert aan dat de vordering van het directiecomité onontvankelijk is omdat de feiten die hem ten laste werden gelegd buiten de saisine van de auditeur vielen. De auditeur werd namelijk per brief van 1 september 2009 belast met een onderzoek op grond van een vooronderzoek dat geen betrekking had op de op 12 juni 2008 te Berlijn gedane mededeling. Indien de auditeur wilde gevat worden van de feiten van 12 juni 2008 ten zijne laste, dan had hij die moeten ter kennis brengen van het directiecomité dat eventueel een nieuwe vordering had kunnen nemen.

17.2.1. Dit verweer kan niet worden aangenomen. De brief van 1 september 2009 waarbij de auditeur met een onderzoek werd belast, omschrijft diens saisine als volgt:

"Overeenkomstig artikel 70 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten heeft het directiecomité tijdens zijn zittingen van 29 juli en 18 augustus jl. vastgesteld dat er in voornoemd dossier ernstige aanwijzingen zijn van inbreuken op artikelen 25, § 1, 4°, en 10, § 1, van dezelfde wet, en op artikel 5 van het koninklijk besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt.

Het directiecomité heeft dan ook beslist om u, in uw hoedanigheid van auditeur te gelasten met het verder onderzoek van de feiten van dit dossier. Gelieve in bijlage het rapport over het vooronderzoek te willen vinden, alsook de bijhorende dossierstukken."

17.2.2. De gezegde brief van 1 september 2009 verwees verder naar het erbij bijgevoegde vooronderzoek. De door de heer Z ingeroepen passage uit het verslag over het vooronderzoek (stuk 2 bij het verslag van de auditeur) vermeldt:

"105. Volgens de diensten bevat het dossier aanwijzingen dat deze bepalingen [artikelen 25, § 1, 4°, en 39, § 1, van de wet van 2 augustus 2002] zouden overtreden zijn in de externe communicatie over het verloop van haar solvabiliteitsopbouw in het kader van de overname van onderdelen van [B]. Meer bepaald werd in de externe communicatie van [A] van 13 mei (bekendmaking resultaten eerste kwartaal), 22 mei (investors day), 5 juni (toespraak [X]) en 10 juni 2008 (uitspraken woordvoerster) telkens de boodschap gegeven dat het solvabiliteitsplan in het kader van de gedeeltelijke overname van [B] op koers zat en de solvabiliteit robuust was (zie randnummers 23, 27, 90 - 92 en de in deze randnummers vermelde dossierstukken). Deze geruststellende boodschap werd zonder enige nuance gegeven, terwijl de solvabiliteitsopbouw door tal van factoren, die veelal te maken hadden met slechte marktomstandigheden, moeizaam verliep (lagere opbrengst van desinvesteringen, lager resultaten en resultaatsvooruitzichten dan gebudgetteerd, deal met [...], lager resultaat van plaatsing NITSH II, ...), zodat er mede om die reden intern op 5 mei 2008 beslist was om een 'contingency solvency plan' (solvabiliteitsnoodplan) uit te werken. [A] bleef in haar externe communicatie vasthouden aan het oorspronkelijke solvabiliteitsplan, terwijl op 5 mei 2008 was vastgesteld dat een grondige bijsturing nodig zou kunnen zijn, een weinig later dergelijke bijsturing effectief nodig was, en vanaf eind mei, toen de eerste versie van het noodplan klaar was, nieuwe, drastische maatregelen besproken werden.

Op voormelde tijdstippen bleef [A] ten aanzien van de buitenwereld herhalen dat de solvabiliteitsopbouw op koers zat, en dat [A] haar solvabiliteitsdoelstellingen dus zou kunnen blijven respecteren zonder buiten het kader van het oorspronkelijke solvabiliteitsplan te treden, terwijl de interne solvabiliteitsprognoses in mei gestaag verslechterden zodat een grondige bijsturing noodzakelijk werd en vanaf eind mei, met de eerste versie van het noodplan, intern drastische oplossingen werden aangedragen om de solvabiliteitsopbouw te herstellen en de prognoses terug op peil te brengen. Een aantal van deze oplossingen waren totaal nieuw en weken af van het oorspronkelijke solvabiliteitsplan."

17.2.3. De bij brief van het directiecomité van 1 september 2009 aan de auditeur gerichte vordering had betrekking op de externe communicatie van A over het verloop van de solvabiliteitsopbouw in het kader van de overname van onderdelen van B, en dit in de periode van januari 2008 tot 26 juni 2008 (zie randnummers 2-7 van het verslag van het vooronderzoek, getiteld "voorwerp van het onderzoek"). De vermelding in randnummer 105 van het verslag van het vooronderzoek "*Meer bepaald [...] in de externe communicatie van [A] van 13 mei (bekendmaking resultaten eerste kwartaal), 22 mei (Investors Day), 5 juni (toespraak [X]) en 10 juni 2008 (uitspraken woordvoerster) ...*" is niet te begrijpen als een beperking van deze vordering, maar als de vermelding van datgene wat in verband met de te onderzoeken externe communicatie reeds bekend was. De auditeur was belast met het *verder* onderzoek van de externe communicatie over het verloop van de uitvoering van A's solvabiliteitsplan en over haar solvabiliteitspositie (zie ook randnummer 106 van het verslag van het vooronderzoek). Het verweer gaat derhalve uit van een verkeerde uitlegging van de brief van het directiecomité van 1 september 2009 waarbij de auditeur belast werd met een onderzoek. Niets belet de auditeur overigens om het onderzoek m.b.t. de feiten waarvoor hij gevat is, uit te breiden tot alle personen die daarbij betrokken zijn (beslissing van de sanctiecommissie van de CBFA d.d. 12 februari 2010, randnummer 13, website FSMA).

2. Verder onderzoek door de auditeur nadat hij zijn onderzoek al had afgesloten

18.1. De heer Z voert aan dat de vordering van het directiecomité onontvankelijk is omdat de feiten ten zijne laste pas aan bod kwamen nadat de auditeur zijn onderzoek al had afgesloten. Bij de beëindiging van zijn vooronderzoek had de auditeur met brieven van 19 mei 2010 A NV/SA en A N.V. alsook de heren X en Y in kennis gesteld van de voorlopige bevindingen van zijn onderzoek. Op dat ogenblik was, overeenkomstig de toen toepasselijke versie van artikel 71, § 1, van de wet van 2 augustus 2002, het onderzoek van de auditeur afgerond. Het is slechts na en ingevolge de bemerkingen van de raadslieden van de genoemden dat de auditeur de heer Z bij brief van 8 september 2010 als nieuwe verdachte bij het dossier betrok, en dit op basis van nieuwe feiten die geen deel uitmaakten van zijn verslag van 19 mei 2010. Dit kon niet gelet op de afsluiting van het onderzoek per 19 mei 2010.

18.2. Dit verweer kan niet worden aangenomen. De toezending door de auditeur van een kopie van het relaas der feiten of van de voorlopige bevindingen overeenkomstig artikel 70, § 2, van de huidige versie van de wet 2 augustus 2002 of van artikel 71, § 1, in zijn versie van kracht vóór 15 juli 2011, stelt geen einde aan de onderzoeksopdracht van de auditeur. Deze eindigt slechts op het ogenblik dat hij het directiecomité in kennis stelt van zijn definitief verslag.

C. Miskening van de rechten van verdediging en van het recht op een eerlijk proces, evenals van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur en van het strafrecht

1. Voorafgaand: toepasselijkheid van het EVRM

19.1. De heer Z voert aan dat artikel 6 EVRM en artikel 14 IVBPR als dusdanig toepasselijk zijn op de huidige rechtspleging. Het directiecomité stelt daarentegen dat deze verdragsbepalingen niet als dusdanig rechtstreeks toepasselijk zijn op een administratieve overheid waarvan de sancties die ze kan uitspreken kunnen worden onderworpen aan een toetsing met volle rechtsmacht, hier door het Hof van Beroep te Brussel.

19.2. Het orgaan van de FSMA dat administratieve sancties kan opleggen is door het Hof van Beroep van Brussel uitdrukkelijk bestempeld als een administratieve overheid en niet als een administratieve rechtbank (Brussel, 1 februari 2008, *Bank Fin. R.* 2008, p. 167). Artikel 6 EVRM is bijgevolg niet als dusdanig toepasselijk op de huidige rechtspleging voor de sanctiecommissie (Brussel, 13 december 2011, website FSMA, nr. 43). Niettemin mag deze rechtspleging de naleving van de waarborgen van artikel 6 EVRM door de beroepsrechter, te weten het Hof van Beroep van Brussel, niet in het gedrang brengen zodat de sanctiecommissie er onrechtstreeks toe gehouden is om zelf de fundamentele waarborgen van een eerlijk proces na te leven.

2. Miskening van het recht op een dubbele aanleg in strafzaken

20.1. De heer Z voert aan dat de stelling van het directiecomité dat de sanctiecommissie niet hoeft te voldoen aan de vereisten van het EVRM (maar enkel het Hof van Beroep te Brussel dat de beslissing van de sanctiecommissie in volle rechtsmacht zou kunnen toetsen), tot gevolg heeft dat hem het recht op een dubbele aanleg in strafzaken (of administratieve sancties met een strafkarakter) wordt ontnomen. Aldus is volgens de heer Z niet voldaan aan artikel 2 van het zevende protocol van het EVRM, dat sedert 1 juli 2012 in werking is getreden in het Belgische recht.

20.2. Dit verweer kan niet worden aangenomen. Artikel 2 van het zevende protocol van het EVRM bepaalt:

"1. Iedereen die door een gerecht is veroordeeld wegens een strafbaar feit, heeft het recht zijn schuldigverklaring of veroordeling opnieuw te doen beoordelen door een hoger gerecht. De uitoefening van dit recht, met inbegrip van de gronden waarop het kan worden uitgeoefend, wordt bij de wet geregeld.

2. Op dit recht zijn uitzonderingen mogelijk met betrekking tot lichte overtredingen, zoals bepaald in de wet, of in gevallen waarin de betrokkene in eerste aanleg werd berecht door het hoogste gerecht of werd veroordeeld na een beroep tegen vrijspraak."

Het recht op een dubbele aanleg geldt aldus enkel voor wie door een *gerecht* is veroordeeld. Uit het toelichtende verslag bij artikel 2 van het zevende protocol blijkt dat de term "gerecht" uitdrukkelijk is toegevoegd om te verduidelijken dat dit artikel niet de inbreuken betreft die worden beoordeeld door overheden die geen gerechten zijn in de zin van artikel 6 van het Verdrag ("*le terme "tribunal" a été ajouté pour qu'il soit bien clair que cet article ne concerne pas les infractions jugées par des autorités qui ne sont pas des tribunaux au sens de l'article 6 de la Convention.*"). Dit is net het geval voor de sanctiecommissie. Voor doeleinden van het EVRM is dus weliswaar vereist dat de beslissing van de sanctiecommissie vatbaar is voor beroep bij een rechterlijke instantie die de waarborgen van artikel 6 EVRM biedt (EHRM nr. 8544/79, 21 februari 1984 (Öztürk / Duitse Bondsrepubliek)) - in voorliggend geval het Hof van Beroep te Brussel - maar volstaat deze beroepsmogelijkheid ook.

3. Miskening van de hoorplicht, het beginsel van *fair play*/wapengelijkheid en het gelijkheidsbeginsel

21.1. De heer Z werpt op dat hij uiterst laattijdig betrokken werd bij de procedure, wat nefaste gevolgen heeft gehad voor zijn rechten van verdediging, zoals vastgelegd in artikel 6 EVRM en artikel 14 IVBPR en tevens voortvloeiend uit de algemene beginselen van behoorlijk bestuur en van het strafrecht. Hij werd immers enkel in de mogelijkheid gesteld om schriftelijk te antwoorden op de voorlopige - lees quasi-definitieve - bevindingen van de auditeur van 8 september 2010, die daarenboven aangetast waren door feitelijk onjuiste informatie. Hij werd nooit verhoord door de auditeur. Er werd hem slechts een periode van antwoord van 8 september tot 6 oktober 2010 gelaten om te antwoorden op de voorlopige bevindingen van de auditeur – een document van 50 pagina's zonder overmaking van stukken – en bovendien moest hij reeds vóór 29 september 2010 melden of hij hiervoor een afspraak wilde maken met de auditeur. Indien er al een mogelijkheid tot uitstel zou geweest zijn, dan had de auditeur hem hierop moeten wijzen, wat hij niet deed. Het gebeurde resulteerde in een vooringenomenheid van de auditeur, minstens een perceptie in die zin. Ook in het kader van de behandeling van de zaak voor de sanctiecommissie is er sprake van een schending van het *fair play*- en het wapengelijkheidsbeginsel, doordat het directiecomité beschikte over een periode van zes maanden om haar aanvullende memorie voor te bereiden in reactie op de schriftelijke opmerkingen van de heer Z, terwijl hijzelf slechts over een termijn van twintig dagen beschikte om hierop nog te reageren.

21.2.1. Dit verweer kan niet worden aangenomen. Afgezien ervan dat noch artikel 6 EVRM noch artikel 14 IVBPR als dusdanig rechtstreeks toepasselijk zijn op de procedure voor een administratieve sanctieoverheid, houdt geen enkele bepaling van het EVRM of het IVBPR, noch van de interne wetgeving of zijn algemene rechtsbeginselen in dat het door een administratieve overheid gevoerd onderzoek in een procedure die kan leiden tot een strafsancie in de zin van het EVRM, principieel ontoelaatbaar of onontvankelijk zou moeten zijn omwille van de loutere omstandigheid dat de verdachte tijdens het vooronderzoek niet werd verhoord, maar slechts schriftelijk zijn verweer heeft kunnen doen kennen. Of hierdoor eventueel zijn recht van verdediging onherstelbaar aangetast werd, hangt af van de concrete omstandigheden.

21.2.2. Overeenkomstig artikel 71, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 (in de versie van kracht vóór 15 juli 201 - artikel 70, § 2, in de huidige versie van de wet) heeft de auditeur zijn voorlopige bevindingen overgemaakt aan de heer Z op 8 september 2010 teneinde hem toe te laten zijn

bemerkingen mee te delen. Deze mededeling door de auditeur beëindigde zijn onderzoek niet. De auditeur kon nadien nog overgaan tot elke onderzoeksdaad die nuttig werd geacht ingevolge de bemerkingen van de partij. Hij kon zijn voorlopige bevindingen ook wijzigen. Het onderzoek van de auditeur is pas beëindigd bij de overmaking van zijn definitieve verslag aan het directiecomité. Anders gezegd kon de heer Z, na de mededeling van de voorlopige bevindingen van de auditeur, nog trachten om de latere definitieve bevindingen van de auditeur te beïnvloeden.

Te dezen betrof de door de auditeur aan de heer Z bij brief van 8 september 2010 gedane kennisgeving de door hem op 12 juni 2008 verspreide informatie "*die onjuiste en misleidende signalen gaf over het [A]-aandeel in verband met de evolutie van haar solvabiliteitsplan, terwijl [hij] wist dat de informatie onjuist en misleidend was*". Deze brief heeft de heer Z de mogelijkheid gegeven erop te wijzen dat de *speakers notes* en een *slide* die hij toen heeft gebruikt, niet precies dezelfde waren als die waarvan de auditeur was uitgegaan en dat de door hem gedane mededeling niet misleidend was geweest. De heer Z wenste evenwel niet gehoord te worden en vroeg evenmin bijkomende onderzoeksdaaden, wat hij op grond van de hem medegedeelde bevindingen van de auditeur had kunnen doen. Het blijkt dan ook niet dat hem de mogelijkheid werd ontnomen om op gelijkwaardige wijze als de andere verdachten te trachten het eindverslag van de auditeur te beïnvloeden en om zijn rechten te laten gelden, alvorens de auditeur zijn onderzoek afrondde, noch dat hij op enigerlei wijze in zijn verdediging is gehinderd geworden.

21.2.3 Artikel 28, eerste lid, van het reglement van inwendige orde van de sanctiecommissie bepaalt dat de partijen alsook het directiecomité binnen de twintig dagen na de hoorzitting een bijkomende memorie kunnen neerleggen. Het tweede lid van het voornoemde artikel voorziet dat ingeval het directiecomité schriftelijke bemerkingen formuleert, deze worden overgemaakt aan de partijen die over een niet verlengbare termijn van twintig dagen beschikken om hierop te reageren. Deze rechten van antwoord betreffen wat werd gezegd en besproken tijdens de hoorzitting. Dit is de reden waarom het reglement van inwendige orde analoge rechten toekent aan de partij en aan het directiecomité. De bijkomende memorie neergelegd door het directiecomité na afloop van de hoorzitting bevatte geen nieuwe feitelijke elementen of middelen die niet werden ingeroepen tijdens de hoorzitting, zodat de heer Z niet verrast kon zijn door de termijn van twintig dagen die hem werd toegekend om erop te antwoorden. De heer Z heeft ook in het kader van de behandeling door de sanctiecommissie in de gegeven omstandigheden dus over voldoende tijd beschikt om zijn rechten van verdediging uit te oefenen.

4. Miskennen van de objectieve onafhankelijkheids- en onpartijdigheidsvereiste in hoofde van de auditeur

22.1. De heer Z wijst erop dat de auditeur overeenkomstig de artikelen 47 en 51 van de wet van 2 augustus 2002 secretaris-generaal en tevens orgaan van de FSMA is, waardoor hij niet over de noodzakelijke perceptie van onafhankelijkheid en onpartijdigheid beschikt om ook *à décharge* onderzoek te voeren. Tevens heeft de auditeur overeenkomstig artikel 51, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 tot taak om de vergaderingen van het directiecomité bij te wonen met consultatieve stem, en alzo – voor zover hij heeft deelgenomen aan de beraadslagingen omtrent mogelijke inbreuken – vooraf reeds kennis van de visie van het directiecomité ter zake. Daarom dient de procedure onontvankelijk te worden verklaard wegens miskennen van de objectieve onafhankelijkheid en onpartijdigheid.

22.2.1. Dit verweer kan niet worden aangenomen. De auditeur woont normaal de vergadering van het directiecomité dat beslist om hem te belasten met een onderzoek niet bij (artikel 16 van het toenmalige inrichtingsreglement van de CBFA, goedgekeurd bij koninklijk besluit van 7 juni 2007, *BS* 29 juni 2007) en uit niets blijkt dat hij toch de vergadering van het directiecomité zou hebben bijgewoond die besliste hem met het onderzoek in deze te gelasten. In zijn syntheseverweerschrift d.d.

7 maart 2013 neemt de heer Z trouwens akte van de bevestiging dat de auditeur zich onthield van deelname aan de beraadslagingen over zijn saisine.

22.2.2. Bovendien is, overeenkomstig artikel 51, § 1 en 2, van de wet van 2 augustus 2002, de auditeur in zijn hoedanigheid van secretaris-generaal slechts gelast met de administratieve organisatie en leiding van de diensten van de FSMA en met de organisatie van het secretariaat van de organen. Deze bijzondere opdrachten en bevoegdheden zijn als dusdanig niet van aard om twijfel te doen rijzen omtrent de onafhankelijkheid en onpartijdigheid van de auditeur om een onderzoek aangaande feiten te voeren die aanleiding kunnen geven tot de oplegging van een administratieve geldboete (zie ook Brussel, 13 december 2011, website FSMA, nrs. 20 en 56-57). Dat het directiecomité overeenkomstig artikel 70 van de wet van 2 augustus 2002, in zijn vóór 15 juli 2011 toepasselijke versie, de auditeur heeft gelast met dergelijk onderzoek, doet op zich geen afbreuk aan het wettelijke vermoeden dat de auditeur dit onderzoek onafhankelijk kon voeren. Voor de wijze waarop de auditeur zijn onderzoek concreet heeft gevoerd, wordt verwezen naar de bespreking van het argument dat de heer Z inroept met betrekking tot het onderzoek à charge en à décharge (randnummer 24).

5. Overschrijding van de redelijke termijn - objectieve en subjectieve componenten

23.1.1. De heer Z roept miskennis in van het recht op de behandeling van zijn zaak binnen een redelijke termijn zoals bepaald bij art 6.1 EVRM en artikel 14, 3, c) IVBPR en de algemene beginselen van behoorlijk bestuur, recht dat volgens hem twee componenten bevat, namelijk een objectieve, dit is de verplichting voor elke rechterlijke autoriteit of administratie om een beslissing te nemen binnen een redelijke termijn, en een subjectieve, dit is het recht voor het rechtssubject op een beslissing binnen een redelijke termijn.

23.1.2. Wat de objectieve component betreft, roept de heer Z in dat er zich tussen de datum van de feiten (juni 2008) en de aanvang van de saisine van de auditeur (1 september 2009) reeds een tijdvak van ongeveer 15 maanden bevindt. Tussen de aanvang van de saisine van de auditeur van 1 september 2009 en de beslissing van het directiecomité van 12 april 2012 om hem te vervolgen, bevindt zich een tijdvak van maar liefst 2,5 jaar. Tussen de mededeling van de voorlopige bevindingen van de auditeur van 8 september 2010 en de beslissing om te vervolgen ligt een tijdvak van ongeveer 19 maanden. Binnen dit tijdvak was de procedure zelfs volledig inactief voor een periode van ongeveer 17 maanden, namelijk van 30 november 2010 tot en met 12 april 2012. Daarenboven was het onderzoek te zijn aanzien zeer beperkt, namelijk alles samen een periode van drie maanden. Dit houdt in dat er in totaal een onderzoek werd gevoerd over 2,5 jaar terwijl dit - wat hem betreft - in 3 maanden had kunnen zijn afgewerkt. Deze vaststelling rechtvaardigt volgens de heer Z op zich de afwijzing van de vordering van de auditeur als onontvankelijk.

23.1.3. Wat de subjectieve component betreft, is de werkelijke startdatum voor de beoordeling van de redelijke termijn volgens de heer Z 17 juli 2008, dag waarop de heer Z en de voorzitter van de Raad van Bestuur van A, K, een brief van de FSMA ontvingen, met de vraag:

"Met toepassing van artikel 10 van de wet van 2 augustus 2002 houdt de CBFA toezicht op de verplichtingen die op de emittenten rusten inzake informatieverstrekking aan het publiek en meer in het bijzonder op de openbaarmaking van voorkennis.

Inzake de door [A] recent getroffen maatregelen om de solvabiliteit te verstevigen (zie persbericht van 26 juni 2008: kapitaalverhoging, geen interim dividend, dividend in aandelen), wil de commissie nagaan in welke mate voldaan werd aan de vermelde verplichtingen".

Hieruit blijkt volgens de heer Z duidelijk dat de FSMA toen een onderzoek had gestart om na te gaan of de verplichtingen inzake correcte informatieverstrekking aan het publiek correct werden nageleefd. Gezien het lange tijdsverloop is het voor de heer Z aanzienlijk moeilijker gemaakt om zich te verweren. De geheugens van de potentiële getuigen zijn immers vervaagd doorheen de jaren, terwijl de partijen

nu geconfronteerd worden met zeer specifieke gebeurtenissen. De vordering van het directiecomité moet volgens de heer Z dus afgewezen worden als niet ontvankelijk, minstens moet een eventuele sanctie worden gematigd en moet worden voorzien in de niet-nominatieve publicatie ervan.

23.2.1. Dit verweer kan niet worden aangenomen. De redelijkheid van de duur van een rechtspleging moet worden beoordeeld aan de hand van de criteria die voortvloeien uit de rechtspraak van het Europese Hof voor de Rechten van de Mens en volgens de concrete omstandigheden van de situatie, die een beoordeling vereisen in functie van de totale duur van de rechtspleging (bv. EHRM (3e afd.) nr. 45891/99, 7 november 2000 (Piccolo / Italië)) en niet enkel in functie van de tijd verstreken tussen bepaalde onderzoeksdaden onderling of tussen het afsluiten van het vooronderzoek en de aanhangigmaking van de zaak bij de rechter (Cass. (2e k.) AR P.06.0604.N, 26 september 2006 (D.H.P.J. / Belgische Staat)). Bovendien zou een overschrijding van de redelijke termijn slechts kunnen worden gesanctioneerd met de niet-ontvankelijkheid van de procedure die strekt tot oplegging van een sanctie met het karakter van een straf wanneer hierdoor het bewijsmateriaal is teloorgegaan of de normale uitoefening van het recht van verdediging onmogelijk is geworden (Cass. (2e k.) AR P.10.1319.F, 7 september 2011 (R.V.H., Y.G., P.T.)). Wanneer dat niet het geval is, moet de rechter deze sanctie op een meetbare wijze kunnen verminderen of eventueel de betrokkene ervan ontslaan (Cass. (1e k.) AR F.07.0076.N, 12 november 2009).

23.2.2. In tegenstelling tot wat de heer Z beweert, houdt de mededeling van de CBFA (thans de FSMA) aan de heer Z van 17 juli 2008 dat zij wil nagaan of A de verplichtingen inzake correcte informatieverstrekking aan het publiek correct heeft nageleefd, geen enkele verdenking aan zijn adres in. De brief van 17 juli 2008 verwijst immers naar artikel 10 van de wet van 2 augustus 2002, dat enkel een verplichting inhoudt voor de emittent zelf (zijnde A). Bovendien drukte deze brief geen enkele verdenking of beschuldiging uit en kondigde hij evenmin eventuele vervolgingen aan. De heer Z heeft slechts voor het eerst ingevolge de aan hem gerichte brief van de auditeur van 8 september 2010 vernomen dat hij persoonlijk verdacht werd van een administratieve inbreuk. Het is slechts vanaf dat ogenblik dat voor hem de termijn van de rechtspleging een aanvang heeft genomen.

23.2.3. De bewering dat het onderzoek naar de rol van de heer Z in 3 maanden had kunnen zijn afgewerkt, gaat ten onrechte voorbij aan de noodzaak om ook de ruimere context van de binnen A gekende informatie te onderzoeken (wat grotendeels al was gebeurd op het moment dat Z's rol in beeld kwam). Dat in een (zowel feitelijke als juridische) complexe zaak als deze 17 maanden zouden zijn verlopen tussen het definitieve verslag van de auditeur van 30 november 2010 en de beslissing om te vervolgen (vermits die beslissing werd genomen op 2 april 2012 en werd meegedeeld op 12 april, gaat het overigens om maximaal 16 maanden en 12 dagen), brengt op de dag van de uitspraak van deze beslissing de redelijkheid van de totale termijn van de procedure niet in het gedrang. De heer Z preciseert trouwens niet op concrete wijze waarin de reeds verstreken duur van de rechtspleging zijn verdediging heeft aangetast of zelfs maar uitzonderlijk heeft bemoeilijkt.

6. Onderzoek à charge en à décharge

24.1. De heer Z doet opmerken dat 1° uit de omstandigheid dat de auditeur het niet nodig achtte om hem te verhoren, iets wat hij nochtans wel nodig achtte bij de andere beweerde daders, 2° deze laatste uitgebreide mogelijkheden kregen om schriftelijk standpunt in te nemen vóór de mededeling van de voorlopige bevindingen door de auditeur, 3° het gebruik van de bepaalde *slides* en *speaker notes* gemakkelijk te achterhalen ware geweest en 4° de auditeur ook geen andere voor de hand liggende onderzoeksdaden verrichte, blijkt dat het onderzoek niet à *décharge* (ten gunste) is gevoerd, wat strijdig is met de ter zake toepasselijke versie van artikel 70, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 en met de principes van het eerlijk proces. Dit rechtvaardigt de afwijzing van de vordering van de auditeur c.q. het directiecomité als onontvankelijk.

24.2.1. In de versie die van kracht was voor 15 juli 2011, bepaalde artikel 70, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 uitdrukkelijk dat de auditeur de aangelegenheden ten laste en ten gunste diende te onderzoeken. De huidige versie van artikel 70 van de wet vermeldt deze vereiste daarentegen niet meer. Voor dossiers waarin het directiecomité vóór 15 juli 2011 de auditeur belast heeft met een onderzoek, blijft artikel 70, § 2, eerste lid zoals van kracht vóór 15 juli 2011 evenwel van toepassing voor zover het voorschrijft dat de auditeur de aangelegenheden ten laste en ten gunste onderzoekt (artikel 1, tweede lid, 2°, van het koninklijk besluit van 28 juni 2011 tot vaststelling van de datum van inwerkingtreding van een aantal bepalingen van de wet van 2 juli 2010). Dit is het geval voor het huidige dossier.

24.2.2. Het verweer van de heer Z kan niet worden aangenomen. De ingeroepen omstandigheden zijn niet van aard om te twifelen aan het *à charge* en *à décharge* karakter van het door de auditeur gevoerde vooronderzoek. Dat de auditeur de heer Z slechts op het moment van de mededeling van de voorlopige bevindingen van zijn onderzoek en schriftelijk om uitleg vroeg en zulks op grond van een verkeerde *slide* en *speaker notes*, was een normaal gevolg van het verloop van het gevoerde onderzoek waarbij Z's rol slechts op het einde daarvan in beeld kwam, en toont geen tekortkoming aan op het vereiste van het onderzoek *à charge* en *à décharge* (ten laste en ten gunste). Door alvorens het onderzoek af te sluiten zijn voorlopige bevindingen over te maken en te verzoeken om bemerkingen daarover mee te delen, leefde de auditeur overigens niet enkel het toenmalige artikel 71, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 na maar verzocht hij ook om reacties - die uitgaande van de verdachte uiteraard *à décharge* konden zijn en eveneens onderzoeksdaeden konden suggereren - die vervolgens ook werden weergegeven in zijn definitieve verslag. Het blijkt dan ook noch uit het onderzoeksdossier, noch uit de behandeling van de zaak voor de sanctiecommissie, dat de auditeur tekort zou zijn gekomen aan zijn verplichting om het dossier ten laste en ten gunste te onderzoeken.

C. Ten gronde

1. Nadere details over de uiteenzetting van de heer Z te Berlijn op 12 juni 2008

25.1. De heer Z moest op 12 juni 2008 onverwachts namens A deelnemen aan een door Goldman Sachs te Berlijn georganiseerde conferentie. Hierop waren zowel vertegenwoordigers van de Europese financiële instellingen als bepaalde beleggers aanwezig. Voor het deel van zijn uiteenzetting dat handelde over de evolutie van de solvabiliteit, hanteerde de heer Z *slides en speaker notes* die waren gebaseerd op die de heer Y op de *Investor Day* van 22 mei 2008 had gebruikt, maar die voor de uiteenzetting door de heer Z op een aantal punten waren aangepast.

25.2.1. De op 22 mei 2008 bij de *slide* gebruikte *speakers notes* luiden (stuk 50.3.14 bij het verslag van de auditeur - de passages in vette letters worden als dusdanig weergegeven in de *speaker notes*):

"Slide 8-Sound pro forma look through capital ratios

As you know, we had a 5.5 billion solvency surplus at the end of the first quarter 2008. This surplus will gradually decrease as the acquired [B] activities are transferred to [A] during the course of 2008 and mainly in 2009.

On a look-through basis, we had a Core Equity ratio of 5.3%, close to our 6% target.

This look-through core equity takes into consideration the joint ventures with [...] and [...]. The look through core equity does not include any positive impact from the Basel 2 implementation nor NITSH 2, which was announced later in May (EUR 625 mln)

We therefore remained on track to meet our solvency targets by 2009 through:

- strong earnings generations and retention
- selective sales of assets or set-up of JVs
- issuance of non-dilutive capital instruments
- execution of capital relief transactions
- controlled growth of our capital requirements.

Obviously, the environment remains challenging but we will continue to take whatever steps necessary to navigate successfully through the current crisis."

25.2.2. Uit een vergelijking van de op 22 mei door de heer Y gebruikte *speaker notes* met de *speaker notes* die de heer Z op 12 juni 2008 gebruikte (stuk 65.2.1.1 bij het verslag van de auditeur) blijkt dat daarin volgende wijzigingen werden aangebracht (doorstreept of onderstreept - de passages in vette letters worden als dusdanig weergegeven in de *speaker notes*):

"Slide 8-Sound pro forma look through capital ratios

As you know, we had a 5.5 billion solvency surplus at the end of the first quarter 2008. This surplus will gradually decrease as the acquired [B] activities are transferred to [A] during the course of 2008 and ~~mainly in~~ 2009.

On a look-through basis, we had a pro forma Bank Core Equity ratio of 5.3% (based on Basel 1), ~~close to~~ below our 6% target. The gap is around EUR 3 billion, but the plan in place to rebuild the solvency will get us back on target by the end of 2009.

~~This look-through core equity takes into consideration the joint ventures with [...] and [...]. The look through core equity does not include any positive impact from the Basel 2 implementation nor NITSH 2, which was announced later in May (EUR 625 mln)~~

We therefore remained on track to meet our solvency targets by 2009 through: This plan (to rebuild the solvency) is based on different levers:

- ~~strong~~ earnings generations and retention
- selective sales of assets or set-up of JVs
- issuance of non-dilutive capital instruments
- execution of capital relief transactions
- controlled growth of our capital requirements.

A recent example of continued execution is the issuance of NITSH 2, a EUR 625 million non-dilutive core tier 1 instrument. We will continue to update the market on progress made.

Obviously, the environment remains challenging, ~~but we~~ and [A] will continue to take whatever steps necessary to navigate successfully through the current crisis.

In 18 months from now, when [B] is fully consolidated by [A], the risk profile of our company will be lower than today. At that time we will assess if the reduced risk profile will result in a lower capital target"

25.2.3. Een op 22 mei 2008 gebruikte *slide* vermeldde als titel: "Solid pro forma look-through capital ratios". De corresponderende op 12 juni 2008 gebruikte *slide* 8 (stuk 65.2.1.2 bij het verslag van de auditeur) voegde aan de titel toe: "per 31 March 08". Hij maakte ook geen melding meer van de benchmarking NITSH II.

2. De toepasselijke wettelijke bepaling: artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002

26.1. Artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 stelt dat *"het aan eenieder verboden is informatie of geruchten te verspreiden, via de media, het Internet of om het even welk ander kanaal, die onjuiste of misleidende signalen geven of kunnen geven over financiële instrumenten, waarbij de betrokken persoon wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was."*

De inbreuk bedoeld in punt 4° van artikel 25, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 veronderstelt dus als constitutieve bestanddelen: (1) de verspreiding van informatie of geruchten (via de media, het internet of om het even welk ander kanaal) en (2) het feit dat die informatie of geruchten onjuiste of misleidende signalen geven of kunnen geven over financiële instrumenten. Een kennisement is ook vereist: (3) enkel de personen die wisten of hadden moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was kunnen een inbreuk plegen op deze verbodsbepaling.

26.2. Artikel 25, § 3, van de wet van 2 augustus 2002 bepaalt dat *"de in § 1 vastgestelde verbodsbepalingen van toepassing zijn op de in dezelfde paragraaf bedoelde handelingen die betrekking hebben op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt (...), ongeacht of de betrokken handelingen in België of in het buitenland zijn gesteld (...)."*

Financiële instrumenten in de zin van deze bepaling zijn onder meer effecten (artikel 2, 1°, a, van de wet), waaronder ook aandelen uitgegeven door een Belgische NV of een Nederlandse N.V. (artikel 2, 31°, a, van de wet).

26.3. De aandelen van A SA/NV en van A N.V. waren ten tijde van de feiten toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt en waren dus financiële instrumenten in de zin van artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002. De verspreiding van onjuiste of misleidende signalen met betrekking tot deze aandelen kan dan ook worden gesanctioneerd op grond van deze bepaling, ongeacht of deze verspreiding plaatsvond in België of in het buitenland.

3. Stelling van het directiecomité

27.1. Uit de kennisgeving van de grieven blijkt dat het directiecomité van oordeel is dat de heer Z op 12 juni 2008 een inbreuk heeft gepleegd op artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002. Het directiecomité heeft dit standpunt nader toegelicht aan de hand van de tussenkomsten van zijn vertegenwoordigers tijdens de hoorzitting en aan de hand van de bijkomende memorie die werd neergelegd na de hoorzitting.

Het directiecomité is van oordeel dat de geruststellende boodschap (die in de lijn lag van eerdere communicaties van 22 mei 2008 en 5 juni 2008) die uitging van de uiteenzetting van de heer Z op 12 juni 2008 op de Goldman Sachs-conferentie te Berlijn, duidelijk onverenigbaar was met de uiterst negatieve en zorgwekkende ontwikkelingen waarvan hij minstens vanaf 19 mei 2008 perfect op de hoogte was. De boodschap die de heer Z met zijn uiteenzetting aan de markt gaf, was geruststellend en kwam in essentie neer op een bevestiging dat de maatregelen van het bestaande solvabiliteitsplan A zouden toelaten haar (eigen) solvabiliteitsdoelstellingen per eind 2009 te verwezenlijken. Het directiecomité is dan ook van oordeel dat de signalen die de heer Z met zijn uiteenzetting van 12 juni 2008 gaf betreffende de evolutie van de solvabiliteit en het solvabiliteitsplan van A onjuist en misleidend waren.

Opmerkelijk is volgens het directiecomité ook het ontbreken van enige reactie van analisten en journalisten. Hieruit kan volgens het directiecomité worden afgeleid dat de boodschap die de heer Z bracht, overeenstemde met de informatie die reeds vroeger was bekendgemaakt. Intern was echter

andere informatie beschikbaar. Inderdaad op 19 mei 2008 had het ERCC vastgesteld dat er bijkomende maatregelen moesten worden genomen om de blijvende gap weg te werken en dat het *solvency contingency*-plan verder moest worden ontwikkeld. Die negatieve evolutie van de look-through solvabiliteitsramingen en de noodzaak om bijkomende maatregelen te nemen werden vóór 12 juni 2008 nog bevestigd in een nota van de zakenbankier Merrill Lynch van 3 juni 2008, tijdens de vergadering van het ERCC van 5 juni 2008 waar de nota van de heren Y en L van dezelfde datum werd besproken en in een nota van de heer Y van 9 juni 2008. Op de vergadering van het ERCC van 11 juni 2008 lichtte de heer X de vaststelling toe dat de solvabiliteitsvooruitzichten een daling vertoonden en ging hij nader in op de maatregelen om dit te verhelpen. Hij legde namelijk uit dat het tekort 2,5 miljard EUR bedroeg in het *base case*-scenario en bijkomend 2,8 miljard EUR in het *stress case*-scenario. Oplossingen moesten in twee tijden worden opgebouwd: in 2008, effectisering, delta financiering en kapitaalverhoging; in 2009, verdere effectisering en/of desinvesteringen. Tevens diende een sterk communicatie- en ondersteuningsplan te worden uitgewerkt. Op de vergadering van de ExCo van dezelfde dag werd de noodzaak bevestigd om over te gaan tot een kapitaalverhoging met verwaterend effect door gebruik te maken van het toegestane kapitaal. De heer Z heeft aan beide vergaderingen van 11 juni 2008 deelgenomen.

Volgens het directiecomité vloeit uit het contrast tussen de intern beschikbare informatie, enerzijds, en de door de heer Z op 12 juni 2008 verspreide informatie, anderzijds, voort dat hij toen, in strijd met artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002, informatie heeft verstrekt die van aard was onjuiste of minstens misleidende signalen te geven aan de markt over het aandeel A, terwijl hij zeer goed wist (of behoorde te weten) dat deze informatie onjuist of minstens misleidend was.

27.2. Zich bewust van de werkelijke situatie waarin A zich bevond, heeft de heer Z weliswaar het materiaal dat door de bevoegde comités binnen A was voorbereid ter ondersteuning van de presentatie op de Goldman Sachs-conferentie (dit is de *speaker notes* en een *slide*) bijgestuurd. Het directiecomité is net als de auditeur evenwel van oordeel dat de wijzigingen in de *speaker notes* die de heer Z gebruikte niet fundamenteel waren en de onjuiste of minstens misleidende aard van de door hem verstrekte informatie niet wegnamen.

De vermelding van de *gap* van 3 miljard in de tweede paragraaf is deze tussen de "*actual core equity*" (huidige kernvermogen) en de "*target core equity*" (beoogde kernvermogen), zoals deze was vastgesteld op 31 maart 2008. De schrapping van de oorspronkelijk derde paragraaf verandert niets aan de inhoud, daar de elementen ervan worden opgenomen in andere passages. De wijzigingen in de nieuwe derde paragraaf veranderen evenmin inhoudelijk iets. De nieuwe vierde paragraaf levert geen nieuwe informatie op. Verder verandert de nieuwe vijfde paragraaf evenmin iets inhoudelijk. De nieuwe zesde paragraaf bevat wel een volledig nieuw element, namelijk dat A de deur lijkt open te zetten voor een neerwaartse herziening van haar solvabiliteitsdoelstellingen na de afronding van de integratie van B, ingeval bevestigd zou worden dat het risicoprofiel van de groep op dat ogenblik gedaald is. Deze zin kan echter niet geïnterpreteerd worden als een verwittiging dat de kans bestaat dat de solvabiliteitsdoelstellingen per eind 2009 niet gehaald worden; een paar zinnen daarvoor wordt immers herhaald dat A zich ertoe verbindt die doelstellingen te verwezenlijken aan de hand van het solvabiliteitsplan dat in uitvoering is. Uit de vermelding zonder enig voorbehoud op de nieuwe *slide* 8 dat de beschreven ramingen vastgesteld werden op 31 maart 2008, moest noodzakelijk worden afgeleid dat die ramingen maar weinig geëvolueerd waren. Kortom, in de door de heer Z gebruikte *speaker notes* werden de evolutie van het solvabiliteitsplan en de *look-through* solvabiliteitsramingen enigszins genuanceerd ten opzichte van de uiteenzetting die op de *Investor Day* werd gegeven, maar die nuances veranderden weinig aan de inhoud en waren, gezien de evolutie van de intern beschikbare ramingen en lopende werkzaamheden, onvoldoende. Volgens het directiecomité was de kern van de boodschap (nog steeds) dat de maatregelen van het bestaande solvabiliteitsplan A zouden toelaten haar (eigen) solvabiliteitsdoelstellingen per eind 2009 te verwezenlijken.

27.3. Bovendien waren de bevoegdheden van de heer Z in het algemeen en zijn bevoegdheden op het vlak van de externe communicatie volgens het directiecomité aanzienlijk ruimer dat hetgeen hij tracht te laten uitschijnen. Hij was de tweede hoogste *executive* verantwoordelijke binnen A. De inhoud van zijn functie als *Deputy CEO* wordt volgens het directiecomité omschreven in de hem daartoe door de CEO verleende volmacht, die gepubliceerd werd in het Staatsblad. De heer Z blijkt bovendien op de hoogte te zijn geweest van de ontwikkeling van de financiële toestand van A en van de bijzondere maatregelen die deze vergde.

Dat een mededeling is voorbereid of goedgekeurd ontslaat de woordvoerder volgens het directiecomité niet van zijn eigen verantwoordelijkheid wanneer hij zelf weet dat de signalen die aan de markt worden gegeven, onjuist en misleidend zijn. Dat de heer Z in zekere zin slechts een rol heeft gespeeld als woordvoerder doet dus niet af aan zijn verantwoordelijkheid. Door zijn hoedanigheid verleende hij een zeker gewicht aan zijn verklaringen.

27.4. Door het verspreiden van dergelijke onjuiste of minstens misleidende informatie werd volgens het directiecomité één van de meest essentiële en fundamentele basisregels voor de efficiënte werking van de markt (namelijk, het verstrekken van correcte en betrouwbare informatie, of meer algemeen: "transparantie") ernstig met de voeten getreden, en werd de integriteit van en het vertrouwen in de financiële markten aangetast. Het publiek moet inderdaad erop kunnen vertrouwen dat de leider van een beursgenoteerde vennootschap (die bovendien bankleider is) zijn individuele verantwoordelijkheid neemt en dat de informatie die hij verspreidt, toelaat de situatie van de onderneming juist in te schatten. Dit was niet het geval. Uit de externe communicatie van A bij monde van de heer Z op 12 juni 2008 had geen enkele normale, voorzichtige en redelijke belegger kunnen afleiden dat, in uitdrukkelijke tegenstelling tot wat tijdens de algemene vergadering op 29 april 2008 was gesteld, A kort daarna tot noodmaatregelen (een verwaterende kapitaalverhoging en een aanpassing van het dividendbeleid) zou beslissen.

27.5. Rekening houdend met de functies die de heer Z tijdens zijn loopbaan heeft bekleed, inzonderheid de functies die hij ten tijde van de feiten uitoefende bij A, de omstandigheid dat hij *Deputy CEO* was aan wiens uitlatingen een zeer groot gewicht werd gehecht, het feit dat hij onmogelijk niet bewust kon zijn van de consequenties van zijn communicatie en hoe de markt die zou begrijpen, maar ook rekening houdend met de omstandigheid dat hij onverwachts de CEO (de heer X) had moeten vervangen, vordert het directiecomité diens veroordeling tot het betalen van een administratieve boete van 250.000 euro. Het directiecomité verwijst ook naar de totale bezoldiging die de heer Z voor zijn functies bij A heeft ontvangen in 2007 en 2008 om het bedrag van de voorgestelde administratieve boete (en met name het voldoende afschrikkend effect ervan) te verantwoorden. Tevens vraagt het de nominatieve bekendmaking van de beslissing, waaromtrent geen specifieke redenen bestaan om aan te nemen dat ze buiten verhouding zou zijn of de financiële markten ernstig zou verstoren.

4. Verweren van de heer Z

28.1. De heer Z benadrukt vooreerst zijn precieze rol binnen A als *Deputy CEO*, een eretitel die hem sinds september 2000 werd toegekend (en die dus niet werd ontleend aan de bijzondere volmacht die pas van februari 2005 dateerde). Hij was geen lid van het RCC, slechts een gast, en beschikte als lid van het ExCo en het ERCC niet over de vereiste zeer specifieke financiële bevoegdheden en verantwoordelijkheden. Sedert 1 januari 2008 was hij geen COO (*Chief Operating Officer*) meer, maar uitsluitend hoofd van de departementen *Human Resources*, *Public Affairs* en *Business Transformation*. Hij was ook niet betrokken bij de voorbereiding van het cijfermateriaal en de analyses die werden medegedeeld in het ExCo en het ERCC en had evenmin bevoegdheden of verantwoordelijkheden in het kader van de onderhandelingen van de *EC Remedies*. Tal van interne e-mails en documenten inzake

de financiële aspecten of de onderhandelingen inzake de *EC Remedies* werden hem nooit gecommuniceerd, zoals het memorandum van Merrill Lynch van 3 juni 2008 – te onderscheiden van de publieke nota van Merrill Lynch van 10 juni 2008 inzake de *downgrade* van A – dat enkel gecommuniceerd is aan de heren X en Y.

28.2. Bovendien verleenden Z's functies hem geen externe communicatiebevoegdheid en heeft hij geen enkele externe financiële communicatie verricht voor A, behalve de enkele zinnen die slechts een zeer beperkt deel uitmaakten van zijn lezing te Berlijn op 12 juni 2008, waar hij optrad als *last minute* vervanger van de heer X. Anders dan het directiecomité stelt, trad hij toen niet op als dienstdoend CEO met eigen beslissingsbevoegdheid over bijvoorbeeld communicatie inzake financiële aangelegenheden, maar slechts als materiële plaatsvervanger van de CEO.

29.1. Men moet ook het solvabiliteitsplan van A goed begrijpen. De consolidatie van de overgenomen onderdelen van B had tot gevolg dat A bijkomende solvabiliteit diende te genereren teneinde te blijven voldoen aan de wettelijke solvabiliteitsdrempels (die nooit in het gedrang gekomen zijn) en desgevallend aan haar vrijwillig vastgestelde hogere solvabiliteitsdoelstellingen. De actuele solvabiliteitstoestand van A is nooit in het gedrang gekomen. A voldeed op elk tijdstip aan de wettelijke solvabiliteitsdrempels.

29.2. Op inhoudelijk vlak werd de *pro forma look-through* ("pro forma doorkijk") methode toegepast op een *base case*-scenario waarvan de parameters geënt waren op reële verwachtingen en een *stress case*-scenario met zeer pessimistische parameters die theoretisch denkbaar waren maar die weinig waarschijnlijk werden geacht. Dit laatste scenario vormde de aanleiding voor het ERCC van 5 mei 2008 om voorzichtigheidshalve een zgn. *solvency contingency plan* te laten ontwikkelen. Dit was geen noodplan maar een voorwaardelijk plan dat louter uit voorzorg werd opgesteld (en dat zelfs gebaseerd was op een aantal onderling contradictorische parameters). Op temporeel vlak werd de *look-through* methode toegepast op enerzijds een tijdvak waarin de consolidatie van B zou plaatsvinden tegen eind 2008 en anderzijds een tijdvak waarin de consolidatie zou gebeuren tegen eind 2009. Het is van groot belang voor de beoordeling van de feiten om het tijdvak van elke raming te kennen. De heer Z communiceerde ondubbelzinnig in zijn presentatie d.d. 12 juni 2008 dat de einddatum van de solvabiliteitsdoelstelling van A het jaareinde van 2009 was.

29.3. De heer Z vestigt ook de aandacht op de verhouding tussen de solvabiliteit en het dividendbeleid van A. Begin 2005 werd overgeschakeld op de *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Deze nieuwe methode van financiële verslaggeving maakte het minder evident om met een grote graad van nauwkeurigheid het gevolg van recente omstandigheden te voorspellen op de resultaten van de A groep. Daarom keurde de algemene vergadering van aandeelhouders op 25 mei 2005 een nieuwe dividendpolitiek goed. Deze dividendpolitiek bevatte twee componenten. A zou:

- 1) er naar streven om een stabiel doch groeiend dividend uit te keren rekening houdend met haar solvabiliteitspositie, winstgevendheid en groeiambities;
- 2) onder normale omstandigheden een interimdividend uitbetalen gelijk aan 50% van het jaarlijkse dividend van het voorgaande jaar.

Hieruit blijkt dat deze dividendpolitiek niet onvoorwaardelijk was. Zij zou toegepast worden in functie van de omstandigheden. Een tijdelijke niet-uitkering respectievelijk een verlaging van het dividend of de schrapping van een interimdividend is bijgevolg geen wijziging van dit beleid wanneer het wordt ingegeven door de solvabiliteitspositie (of winstgevendheid of groeiambities) dan wel door uitzonderlijke omstandigheden. Strikt gezien valt een aanpassing van het dividend ook reeds onder de hefboom *earnings retention* (het inhouden van winsten). Een wijziging van de uitbetaling van het dividend was ook niet nodig om de solvabiliteitsdoelstellingen te halen tegen eind 2009. De aanbeveling om het totale dividend van 2008 in aandelen uit te betalen werd pas geformuleerd door het RCC van 18 juni 2008, dus na de presentatie van 12 juni 2008.

29.4. Bij de presentatie van de jaarresultaten van 2007 op 7 maart 2008 werd hefboom per hefboom meegedeeld hoe de toenmalige solvabiliteitsdoelstelling nagestreefd zou worden (verkoop van activa ter waarde van 1,6 miljard EUR en ingehouden winsten ten belope van 5 miljard EUR). Als sluitstuk zou A nog bijkomende niet-verwaterende kapitaalsinstrumenten uitgeven om een "buffer" (overschot) van 2,5 miljard op te bouwen. Deze versie van het solvabiliteitsplan is het "initiële" plan waarvan achteraf sprake is in de nota van de heer Y van 9 juni 2008.

Dit initiële plan was in functie van de eerste kwartaalcijfers van 2008 reeds aangepast en uitgebreid in de loop van mei 2008. De markt werd hiervan op de hoogte gebracht naar aanleiding van de bekendmaking van de eerste kwartaalcijfers van 2008 op 13 mei 2008. Dit is het zogenaamde "huidige" plan waarvan achteraf sprake is in de nota van de heer Y van 9 juni 2008. In afwijking van het plan van 7 maart 2008 werden al de vermelde hefbomen aangemerkt als maatregelen om de kloof op te vullen (zodat elke notie van een buffer werd verlaten) en werd het relatieve belang van deze hefbomen volledig opengelaten. Net als in het initiële plan, was er van de concretisering van de hefbomen in specifieke toekomstige acties geen sprake.

De slide die de heer Z gebruikte op zijn presentatie van 12 juni 2008 was gebaseerd op de slide die werd gebruikt op 13 mei 2008 en vermeldt ook duidelijk dat zij betrekking heeft op 31 maart 2008 (dit is de afsluitingsdatum van de eerste kwartaalcijfers). Er is geen verband met de inhoud van de slide van 7 maart 2008 (over het initiële plan).

Op 26 juni 2008 publiceerde A een persbericht waarin de aanpassing van het solvabiliteitsplan werd bekendgemaakt. Hieruit blijkt dat de doelstelling van het solvabiliteitsplan gewijzigd was ten aanzien van het plan gecommuniceerd op 13 mei 2008, namelijk het aanleggen van een significante buffer boven de doelstelling van 6% (op basis van Bazel I), zodat er ook bijkomende types aan maatregelen vereist waren.

30.1. De besprekingen van het solvabiliteitsplan in de interne comités van A evolueerde vanaf de periode juni 2008 tot op het moment waarop de heer Z zijn presentatie gaf als volgt.

Op het ERCC van 5 juni 2008 gaf de heer L een update over de solvabiliteit waarbij een eerste concept van het *solvency contingency*-plan werd voorgesteld. Het advies van het ERCC luidde:

- de uitvoering van de al concreet geplande maatregelen (het "*capital build up plan*");
- "*fill the gap actions*" nemen in het kader van de aan de markt gecommuniceerde hefbomen door "*capital relief*" (kapitaalverminderende maatregelen) en de inzet van niet-verwaterende kapitaalinstrumenten (hefbomen in het kader van het huidige plan).

Daarenboven werden allerlei potentiële acties uitgebreid bediscussieerd als mogelijke "*buffering actions*". Het ERCC besloot om deze verder te laten onderzoeken met het oog op voorlegging aan de bevoegde vennootschapsorganen van 18 en 19 juni, zijnde de Raad van Bestuur.

Op het RCC van 6 juni 2008 bleek bij een uiteenzetting van de heer Y - waarschijnlijk ingegeven door het Merrill Lynch rapport van 3 juni gericht aan de heren X en Y of door andere interne documenten van het *finance departement* waarvan de heer Z geen kennis had – voor het eerst dat er vanwege de regulatoren en *rating agencies* indicaties bestonden in de richting van hogere kapitaalvereisten. Op diezelfde dag werd een raad van bestuur gehouden, maar de voorzitter besliste om geen informatie over de discussies inzake solvabiliteit mee te delen aan de Raad van Bestuur.

Op het ERCC van 11 juni 2008 presenteerden de heren Y en L een nota van 9 juni waaruit dan weer bleek dat het ERCC van 5 juni geen enkele beslissing had genomen. De daarin voorgestelde maatregelen waren op niet-exhaustieve wijze geformuleerd. De suggestie tot uitstel van het interimdividend kaderde in de toepassing van het dividendbeleid en werd geformuleerd als een loutere voorzorgsmaatregel die niet noodzakelijk was voor het behalen van de solvabiliteitsdoelstellingen tegen eind 2009. Er was tijdens dit ERCC slechts een algemene verwijzing naar "stijgende" druk van *rating agencies*, regulatoren en investeerders, zonder dat hier verdere details over werden verstrekt of concrete consequenties aan werden gekoppeld. Aangezien A net op 3 maart toelating had gekregen van de CBFA om de soepelere Bazel II regels toe te passen, kon het als

zeer onwaarschijnlijk worden beschouwd dat de CBFA op korte termijn striktere kapitaalsvereisten zou gaan opleggen.

Op het ExCo van 11 juni 2008 werden de in het ERCC van 5 juni opgelijste *"fill the gap actions"* bediscussieerd, onder andere ongeveer 2 miljard euro aan *capital relief* en een mogelijke betaling van de (...) transactie met aandelen. Deze maatregelen volstonden reeds in combinatie met de voorgenomen uitgifte van niet-verwaterende kapitaalinstrumenten om de solvabiliteitskloof van ongeveer drie miljard op te vullen in het basisscenario. Vervolgens werd ingegaan op de recentste *"stress scenario"* analyses, die bovenop de 3,1 miljard euro van de *"base case"* een bijkomende kloof projecteerden van ongeveer 2,8 miljard euro tegen eind 2009.

Hij, de heer Z, vertrok dus naar Berlijn na in voormelde vergaderingen vernomen te hebben dat er in het *base case* scenario geen enkel probleem rees voor het opvullen van de solvabiliteitskloof tegen eind 2009 maar dat er verschillende modaliteiten bestonden om deze te overbruggen. Er zou na het nemen van de (niet op exhaustieve wijze) bediscussieerde *"fill the gap actions"* slechts een solvabiliteitskloof kunnen overblijven in het stress scenario. Slechts in die laatste context kwam het ExCo van 11 juni tot de (niet-bindende) conclusie dat het gebruik van het toegestane kapitaal (een verwaterende maatregel) aan de Raad van Bestuur zou voorgesteld worden als het beste alternatief. Het was bekend dat de Raad van Bestuur zeer sceptisch stond tegen kapitaalverwaterende maatregelen. Dit deed geen afbreuk aan de nog steeds geldende intentie en verwachting van A om de solvabiliteitskloof op te vullen op basis van de bestaande hefboomen.

30.2. Na de presentatie van de heer Z evolueerden de besprekingen van het solvabiliteitsplan als volgt. Het eerste in het ExCo van 16 juni 2008 besproken scenario was nog steeds om het solvabiliteitsplan beperkt te houden tot de aan de markt gecommuniceerde hefboomen als *"fill the gap actions"*. Op langere termijn kon dan, indien dit nodig zou blijken, alsnog overgegaan worden tot een kapitaalverhoging. De beperking van het solvabiliteitsplan tot deze hefboomen bleef bijgevolg beschouwd worden als een realistische optie. De aanpassingen aan het solvabiliteitsplan die op 18 en 19 juni werden voorgelegd aan de Raad van Bestuur werden pas in detail bediscussieerd en goedgekeurd tot voorlegging aan de Raad van Bestuur in het ExCo van 16 juni 2008. Dit advies was gebaseerd op informatie die te laat kwam om nog verwerkt te kunnen worden in de presentatie van de heer Z.

Het is pas het RCC van 18 juni 2008 dat voorstelde om helemaal geen interimdividend uit te keren en om het dividend voor 2008 integraal uit te keren in aandelen.

Tijdens de Raad van Bestuur van 18 en 19 juni 2008 werd de solvabiliteitsituatie van A uitgebreid besproken, met inbegrip van de impact van de EC Remedies, het door het ExCo van 16 juni aanbevolen scenario en het voorstel van het RCC om het dividend in aandelen uit te betalen. Een definitieve beslissing over de aanpassing van het solvabiliteitsplan werd pas genomen op 25 juni 2008.

31. De heer Z voert vervolgens aan dat hij niet onder het personele toepassingsgebied van artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 valt. Dit wetsartikel bepaalt:

"§ 1. Het is aan eenieder verboden :

[...]

4° informatie of geruchten te verspreiden, via de media, het Internet of om het even welk ander kanaal, die onjuiste of misleidende signalen geven of kunnen geven over financiële instrumenten, waarbij de betrokken persoon wist of had moeten weten dat de informatie (onjuist) of misleidend was; [...]"

De term eenieder betekent volgens hem slechts dat de wet ten deze geen onderscheid maakt tussen de categorieën *"primaire"* en *"secondaire insider"* (dat geldt voor de strafrechtelijke inbreuken in artikel 40 van dezelfde wet). De wetgever voorzag met de term "eenieder" daarentegen niet in een cumulregeling. Artikel 25, § 2, eerste lid, van de wet van 2 augustus 2002 bepaalt daarenboven :

"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."

Hieruit blijkt volgens de heer Z duidelijk dat de natuurlijke persoon die, zoals hijzelf, optreedt voor een vennootschap of andere rechtspersoon in beginsel buiten het personele toepassingsgebied van artikel 25, § 1, 4°, van de wet valt. Dit is alleen het geval in twee specifieke hypothesen, die niets te maken hebben met artikel 25, § 1, 4°, van de wet dat betrekking heeft op de verspreiding van informatie of geruchten (en niet op het uitvoeren van een transactie of het plaatsen van een order)

32.1. Tenslotte stelt de heer Z dat zijn presentatie niet onjuist of misleidend was, temeer daar de presentatie werd gegeven aan een select publiek van specialisten uit de sector (vertegenwoordigers van de Europese financiële instellingen en professionele beleggers).

32.2. De inhoud van de presentatie die hij op 12 juni 2008 gaf, was gebaseerd op *slides* en *speaker notes* die fundamentele verschillen op het vlak van de teneur van de boodschap bevatten in vergelijking met het eerdere presentatiemateriaal van de heren X en Y. Deze verschillen waren op de vooravond van de uiteenzetting op initiatief van de heer Z en na overleg met en door de binnen A bevoegde reportingkanalen aangebracht. Dit alleen al toont aan dat de heer Z geen enkele intentie had om de markt beweerdelijk verkeerd te informeren en zich ook niet bewust kon zijn van het feit dat zijn presentatie zou kunnen worden opgevat als misleidend (*quod non*). Uit de vergelijking ervan blijkt dat in de tekst van de *speaker notes* die hij gebruikte:

- niet wordt gezegd dat men "*close to*" maar "*below*" de 6 % doelstelling is;
- het deficit van 3 miljard (dus een significant bedrag) door hem vermeld wordt, terwijl er in het document dat de auditeur ter beschikking had, geen cijfer is vermeld;
- er expliciet wordt vermeld dat er een plan is uitgewerkt teneinde de solvabiliteit te herstellen ("*plan to rebuild the solvency*"), met indicatieve voorbeelden van actuele stappen. Dat plan bevat verschillende elementen, waarvan het relatief belang wordt opengelaten. Specifieke elementen konden bijgevolg zwaarder gaan doorwegen dan andere, in functie van onzekere elementen zoals de algemene marktomstandigheden. Tevens wordt de mededeling over het solvabiliteitsplan geconditioneerd door de zinsnede dat A geen enkele maatregel uitsluit om de crisis te doorstaan;
- wordt vermeld dat de uitvoering van dit plan er voor moet zorgen dat A tegen eind 2009 opnieuw haar doelstellingen kan bereiken. Er is bijgevolg een belangrijk verschil tussen "*we therefore remain on track to meet our solvency targets by the end of 2009*" (tekst gebruikt door de auditeur) en "*the plan in place to rebuild the solvency will get us back on target by the end of 2009*" (tekst die in werkelijkheid is gebruikt). Eerstgenoemde zinsnede is eerder een verwijzing naar het verleden en het heden, terwijl laatst genoemde zinsnede een - per definitie onzekere - uitspraak over de toekomst is. Er wordt aan het publiek meegegeven dat de horizon van het plan nog 18 maanden is. Per definitie is het verloop en de uitkomst dus zeer onzeker, mede gelet op de zich toen reeds aftekenende financiële crisis. Dit neemt echter niet weg dat het, op basis van de *look-through* ramingen, perfect mogelijk was om de doelstelling te behalen op basis van de opgesomde hefboomen.

De bijkomende maatregelen die door A als "*to do*" op diverse vlakken werden ervaren en die voorkomen in diverse nota's waar de auditeur naar verwijst, worden in de tekst die de heer Z gebruikte bovendien omschreven conform de op dat ogenblik met zekerheid gekende stand van zaken naar uitvoering toe. Zo werd bij "*earnings generation*" voorzichtigheidshalve het woord "*strong*" geschrapt. In tegenstelling tot de slide die door de heer Y werd gebruikt bij zijn presentatie op 22 mei 2008, vermeldde de begeleidende slide die de heer Z op 12 juni 2008 gebruikte uitdrukkelijk de datum van 31 maart 2008, zijnde een datum die zich in het verleden situeert. De slide was een correcte weergave

van de toestand op dat ogenblik. Hieruit alleen al had de auditeur moeten toegeven dat de informatie die de heer Z weergaf accuraat en zeker niet misleidend was.

32.3. De laatste slide van de presentatie van de heer Z bevatte een *disclaimer* (afwijzing van aansprakelijkheid) waardoor de aanwezigen op de conferentie op de hoogte werden gebracht van het feit dat de presentatie niet bestemd was om invloed te hebben op investeringsbeslissingen, evenals van het feit dat de inhoud van de presentatie gepaard ging met een algemeen voorbehoud betreffende de juistheid, de volledigheid of het vaststaande karakter van de informatie. Tevens bleek duidelijk dat Z's gezegden slechts de tot op dat ogenblik heersende visie van A - lees de verantwoordelijken voor de communicatie van financiële informatie - was en waaraan hij zich inhoudelijk noodzakelijkerwijze diende te houden. Welnu, de boodschap in de slide en *speaker notes* was conform de op dat moment heersende visie van het management. De discussies over de hypothetische *stress case* beletten niet dat het solvabiliteitsplan onverkort van kracht bleef in de op 13 mei 2008 gecommuniceerde vorm. Anderzijds wisten beleggers op basis van het *Governance Statement* van A van 25 januari 2008 dat leden van de Raad van Bestuur gehouden waren tot het ondersteunen van de positie van die raad met betrekking tot de strategie, het beleid en de handelingen van A, zodat de aanwezigen op de conferentie hier geen andere verwachtingen over konden koesteren.

32.4. De heer Z gaat ook nog in verder detail in op de verschillende elementen van de door hem gebruikte *speaker notes* en slide.

- Wat de eerste paragraaf en de introductie van de *look-through* projecties betreft, weet elke belegger dat dit geen vaststaande gegevens zijn.
- In de tweede paragraaf wees hij erop dat A een pro forma *look-through* solvabiliteit had van 5.3%, beneden de doelstelling van 6%. Dit impliceert dat men duidelijk niet "on target" was. Hij beweerde ook nergens dat het solvabiliteitsplan "on track" was (volgens schema verliep). De uitspraak "het plan dat voorligt om de solvabiliteit herop te bouwen zal ons einde 2009 terug op doel brengen" bevestigt integendeel net dat er een probleem is en dat maatregelen nodig zijn om dit probleem te kunnen oplossen naar de toekomst toe. Deze informatie beantwoordde aan de eisen die de Utrechtse rechter had gesteld (Rb. Utrecht 15 februari 2012, T.R.V. 2012, 357, randnr. 4.36), namelijk dat ze niet stelde dat het solvabiliteitsplan volgens plan liep en er expliciet op wees dat niet één maatregel meer werd uitgesloten om de verzwakte solvabiliteitspositie te versterken. A trachtte het door haar begrote solvabiliteitstekort te dichten met een solvabiliteitsplan waarvan de duur maar liefst 18 maanden bestreek. Gelet op deze ver verwijderde tijdshorizon wist elke belegger (of behoorde elke belegger te weten) dat zowel de concrete inhoud doorheen de tijd als de uiteindelijke uitkomst van het plan inherent onzeker was. Ook wisten de beleggers dat het gecommuniceerde cijfer van 3 miljard EUR dd. 31 maart 2008 geen gegarandeerde constante zou zijn in het licht van de onzekere markt, integendeel wist elke belegger dat de marktomstandigheden verslechterd waren in de periode tussen 31 maart 2008 en 12 juni 2008. Zijn communicatie moet worden beoordeeld in het licht van het op 13 mei 2008 meegedeelde solvabiliteitsplan (niet in het licht van het initiële plan), dat bestond uit de mededeling van de solvabiliteitskloof en vier abstracte hefboomen waarvan het onderlinge belang en de concretisering ervan in specifieke maatregelen open werd gelaten. De bestaande hefboomen van het plan lieten A toen effectief toe om de solvabiliteitsdoelstellingen te behalen mits het nemen van bijkomende maatregelen.
- De derde paragraaf vermeldde de op dat moment door de Raad van Bestuur gehanteerde hefboomen. Op het tijdstip van zijn presentatie bestond alleen over deze hefboomen voldoende waarschijnlijkheid om te (mogen) worden meegedeeld als onderdelen van het solvabiliteitsplan. Op basis van het *Governance Statement* van A van 25 januari 2008 kon en mocht hij alleen de reeds door de Raad van Bestuur van A vastgelegde hefboomen meedelen met de caveat dat A zich het recht voorbehield om ook andere maatregelen te nemen.

- In de vierde paragraaf stelde hij niet dat A tevreden was met het resultaat van de NITSH II, maar geeft hij dit als voorbeeld van de voortgezette uitvoering van het solvabiliteitsplan. Voorts zegt hij dat de markt zich moet verwachten aan bijkomende communicatie over de voortgang van alle inspanningen om het geprojecteerde en gecommuniceerde solvabiliteitstekort weg te werken tegen eind 2009.
- De vijfde paragraaf maakte uitdrukkelijk voorbehoud betreffende de inhoud van dat plan. De belegger wist bijgevolg (of behoorde te weten) dat een uitbreiding van het solvabiliteitsplan met nieuwe hefboomen - zoals maatregelen die het kapitaal verwateren - tot de mogelijkheden behoorde.
- De zesde paragraaf kondigde de mogelijke herziening van de solvabiliteitsdoelstellingen aan.
- Tenslotte was de vermelding van de *slide 8* dat zij *de pro forma look-through capital ratios* weergeeft op datum van 31 maart 2008 niet misleidend, maar integendeel duidelijk.

33. In elk geval verspreidde hij, de heer Z, geen informatie waarvan hij wist of behoorde te weten dat ze foutief of misleidend zou zijn. De informatie die hij gaf, was juist en niet misleidend. Hij kon ook geen andere informatie verstrekken, daar hijzelf niet kon weten hoe de beslissing van de Raad van Bestuur over het voorstel om het solvabiliteitsplan aan te passen zou luiden, te meer daar K, voorzitter van de Raad van Bestuur, zeer gekant was tegen kapitaalverwaterende maatregelen of wijzigingen in het dividendbeleid. Integendeel, hij kon, op het ogenblik van zijn presentatie, niet riskeren uitdrukkelijk kapitaalverwaterende maatregelen of een wijziging van het dividendbeleid aan te kondigen. Overigens was het hem wettelijk verboden in een besloten groep van belanghebbenden geprivilegieerde informatie bekend te maken die niet daarbuiten verspreid werd. Hij kon wettelijk gezien niets anders dan de presentatie te geven zoals hij ze heeft gegeven, gelet op de communicatiestructuur en het verbod van selectieve mededeling van koersgevoelige informatie.

34. Voor zover *per impossibile* een boete zou worden opgelegd, dient deze te worden beperkt tot een minimumbedrag. De heer Z, die optrad als *last minute* vervanger van de heer X, heeft te goeder trouw en met toevoeging van significante nuances de presentatie van 12 juni 2008 gegeven op basis van de lijn die de Raad van Bestuur had aangenomen en waarvan hij noch kon, noch mocht afwijken. Hij was te goeder trouw, was niet verantwoordelijk inzake communicatie en financiële gegevens, heeft een onberispelijke professionele loopbaan van 42 jaar en zijn handelen was niet ingegeven door eigenbelang of een winstogmerk. Een nominatieve publicatie zou hem een onevenredig nadeel toebrengen gelet op de disproportionele mediabelangstelling en het risico op persoonlijke bedreigingen. De overschrijding van de redelijke termijn rechtvaardigt minstens een aanzienlijke reductie van een eventuele boete en het niet-nominatieve karakter van een eventuele sanctie.

5. Oordeel van de sanctiecommissie

35.1. De artikelen 25, § 1, en 25, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten voeren een eigen regeling in van verantwoordelijkheid voor de inbreuken op de verbodsbepalingen die ze omschrijven.

Artikel 25, § 1, 4°, van de wet maakt niet alleen geen onderscheid tussen "*primaire*" en "*secondaire insiders*", maar wijst evenmin specifieke mogelijke daders aan. Het stelt gewoon eenieder verantwoordelijk die de geviseerde verboden handeling stelt, onverschillig of hij voor eigen rekening dan wel voor andermans rekening handelt. In welke precieze hoedanigheid de heer Z op 12 juni 2008 op de door Goldman Sachs te Berlijn georganiseerde conferentie na overleg met en namens A sprak en welke ook zijn bevoegdheden inzake het externe communicatiebeleid (al dan niet) waren, doet dan ook geen afbreuk aan zijn eigen verantwoordelijkheid ter zake.

Artikel 25, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 bevat geen beperking van het personele toepassingsgebied van de in artikel 25, § 1, gestelde verbodsbepalingen. Als persoon die informatie heeft verspreid, valt de heer Z onder het personele toepassingsgebied van artikel 25, § 1, 4°, zonder dat artikel 25, § 2 - dat inderdaad enkel relevant is wanneer er sprake is van de uitvoering van een transactie of het plaatsen van een order - daaraan te pas komt.

35.2. Als uitvoerend bestuurder van A, *Deputy CEO*, gebruikelijke gast van het *Risk & Capital Committee* van de Raad van Bestuur, lid van het *Executive Risk & Capital Committee* en van het *Executive Committee*, vervulde de heer Z een belangrijke functie bij A. Hij was in het algemeen op de hoogte van wat in de Raad van Bestuur en in de vermelde comités werd besproken, beslist en/of aangeraden. En ofschoon de financiële aangelegenheden in die periode niet tot zijn bijzondere opdracht en bevoegdheden behoorden en hij niet alle documenten terzake heeft ontvangen, blijkt hij zonder twijfel over de vereiste informatie, kennis en ervaring te hebben beschikt om de problematiek van het solvabiliteitsplan en de solvabiliteitsdoelstellingen van A ten volle te begrijpen en te beoordelen. Dit blijkt alleen al uit het feit dat hij werd gevraagd om op 12 juni in de plaats van de heer X een presentatie te geven, dat hij daarbij het initiatief heeft genomen om de *speaker notes* en slides aan te passen (syntheseverweerschrift p. 21, 88 en 120) en dat hij op 10 en 11 juni nog was gevraagd (door respectievelijk de heer X en het ERCC) om de heer K, voorzitter van de Raad van Bestuur, (mee) in te lichten over de solvabiliteitssituatie en het voorgestelde actieplan.

35.3. Dat de informatie die de heer Z op de door Goldman Sachs op 12 juni 2008 te Berlijn georganiseerde conferentie verstrekke over de evolutie van het solvabiliteitsplan en de solvabiliteitsdoelstellingen van A, genuanceerder was geformuleerd dan deze gegeven door de heren X en Y op de *Investor Day* van 22 mei 2008 en door de heer X tijdens het 'Financieel Ontbijt' van 5 juni 2008 en dat ze ook geen manifeste materiële onwaarheden vermeldde, doet eraan niet af dat ze onjuist was wegens verzwijging en hierdoor misleidend. Ze moest immers noodzakelijk de indruk verwekken dat al bij al de toestand sedert 30 maart 2008 niet fundamenteel was veranderd.

In zekere zin wordt het misleidende karakter van de door de heer Z verstrekke informatie zelfs versterkt door het feit dat deze informatie, hoewel genuanceerder geformuleerd, in het verlengde lag van de door de heren X en Y op de *Investor Day* van 22 mei 2008 en door de heer X tijdens het 'Financieel Ontbijt' van 5 juni 2008 verstrekke informatie. Daardoor kon de markt immers redelijkerwijze geloven dat de uiteenzetting van de heer Z correct de werkelijke situatie weerspiegelde en dat deze werkelijke situatie bovendien stabiel was, terwijl dit niet het geval was.

Uit de opeenvolging van interne vergaderingen waaraan de heer Z deelnam en uit de begeleidende documenten bij die vergaderingen (zie hoger, randnummer 8) bleek dat de pro forma *look-through* solvabiliteitsramingen aanzienlijk, zelfs fundamenteel, verslechterd waren ten opzichte van de laatste door A publiek gemaakte informatie (zijnde het bij de bekendmaking van de eerste kwartaalcijfers van 2008 op 13 mei 2008 bekendgemaakte "huidige" solvabiliteitsplan) alsook dat de heer Z van deze negatieve evolutie ten volle op de hoogte was. Hieruit blijkt trouwens ook de irrelevantie van de in de laatste slide van zijn presentatie vervatte *disclaimer* (die hoe dan ook geen vrijgeleide kan bieden voor het geven van foutieve of misleidende informatie), op grond waarvan de toehoorders mochten verwachten dat zijn presentatie was gebaseerd op de toen actuele visie en veronderstellingen van het management van A, wat evenwel niet het geval was. Gelet op die fundamenteel verslechterde *look-through* solvabiliteitsramingen, waren ook aanzienlijk meer of ruimere maatregelen nodig om tegen eind 2009 de eigen solvabiliteitsdoelstellingen te bereiken (ook in het basisscenario, en dus niet enkel in het stress scenario, en zelfs als men aanvaardt dat dit nog haalbaar was via bijkomende maatregelen van hetzelfde type als de door hem vermelde hefboomen). Dit blijkt trouwens ook uit de door de heer Z zelf ingeroepen documenten, zoals de nota van de heer L aan het ERCC van 5 juni 2008 waaruit bleek dat de *look-through* solvabiliteitsramingen verslechterd waren (van 3 tot 4.5 miljard euro) en dat er -

naast en bovenop de reeds concreet geplande maatregelen - extra maatregelen nodig waren om het bijkomende tekort op te vullen ("*immediate fill the gap actions*").

Tegen die achtergrond was het misleidend om te spreken over "gezonde" (*sound* in de *speaker notes*) of "stevige" (*solid* in de slide) pro forma *look-through* kapitaalratio's en om zonder meer, en enkel, te verwijzen naar het solvabiliteitstekort van 3 miljard euro, zijnde het op basis van de *look-through* solvabiliteitsramingen per 31 maart 2008 verwachte - en via het "huidige" solvabiliteitsplan tegen eind 2009 op te vullen - solvabiliteitstekort. Dat de situatie wel fundamenteel was veranderd (en met name verslechterd) en dat de heer Z zich daar ook terdege van bewust was, blijkt ten overvloede ook nog uit het feit dat hij het nodig heeft gevonden het initiatief te nemen om de *speaker notes* en slide aan te passen, weze het in overleg met de binnen A bevoegde diensten. Die aanpassingen maakten de boodschap echter niet minder misleidend. Het was overigens een illusie om ervan uit te gaan dat, op het moment waarop interne solvabiliteitsramingen erop wezen dat voor enkele miljarden euro's extra maatregelen nodig waren om het geschatte solvabiliteitstekort (ten opzichte van de eigen aan de markt gecommuniceerde doelstellingen) op te vullen, enkele tekstaanpassingen aan een presentatie die bleef verwijzen naar de situatie vóór de verslechtering van het geschatte solvabiliteitstekort zouden volstaan om er een juiste of alvast niet-misleidende boodschap van te maken.

Anders dan de heer Z in zijn syntheseverweerschrift voorhoudt, kan ook niet worden aanvaard dat zijn presentatie juist en niet-misleidend zou zijn geweest 1° omdat het verloop en de uitkomst van het solvabiliteitsplan hoe dan ook onzeker zouden zijn, 2° omdat bijkomende solvabiliteit zou kunnen worden gegenereerd door bijkomend gebruik van de reeds in het plan opgenomen hefboomen, 3° omdat elke belegger zou hebben geweten dat de pro forma *look-through* projecties geen vaststaande gegevens konden zijn doch slechts ramingen gebaseerd op inherent onzekere factoren en 4° omdat de beleggers zouden hebben geweten dat het gecommuniceerde cijfer van 3 miljard euro d.d. 31 maart 2008 geen gegarandeerde constante zou zijn en dat elke belegger integendeel wist dat de marktomstandigheden verslechterd waren in de periode tussen 31 maart 2008 en 12 juni 2008. Die beweringen komen er immers op neer dat zolang het mogelijk was om (op *look-through* basis) de solvabiliteitsdoelstelling te behalen op basis van de per 13 mei al meegedeelde (maar niet geconcretiseerde) types van hefboomen, zelfs een verslechtering van de solvabiliteitsramingen met enkele miljarden euro's en de noodzaak om veel ruimer gebruik te maken van de voorziene types van hefboomen (bv. door veel meer desinvesteringen dan aanvankelijk voorzien) geen impact zouden hebben gehad op dat plan en dus volledig in lijn zouden hebben gelegen met de verwachtingen van elke redelijke belegger, wat niet het geval is (en voor wat betreft de beleggers een onredelijke veronderstelling is). Ook als wordt aangenomen dat het relatieve belang en de concretisering van de hefboomen in de communicatie naar het publiek van 13 mei nog waren opengelaten en dat het precieze verloop van het plan bijgevolg inherent onzeker was, dan nog is het misleidend om te blijven verwijzen naar gezonde (*sound*) of stevige (*solid*) pro forma kapitaalratio's, naar de situatie en de omvang van de (verwachte) solvabiliteitskloof per 31 maart 2008 (zoals gecommuniceerd op 13 mei) en naar het plan om die kloof te dichten op een moment waarop de intern gekende solvabiliteitsramingen herhaaldelijk een veel grotere kloof vooropstelden. Dat de pro forma *look-through* projecties inherent enigszins onzeker waren, heeft A trouwens niet belet om ze onder meer op 13 mei mee te delen aan het publiek en belet bovendien niet dat de mate van verslechtering ervan - zoals die bleek uit de aan de verschillende comités binnen A tussen 13 mei en 12 juni 2008 voorgelegde cijfers - dermate groot was dat minstens het feit van de aanzienlijke verslechtering ervan niet langer onzeker was (zodat een herhaling van de achterhaalde ramingen misleidend was). Tenslotte is het verweer dat erop neerkomt dat de beleggers zelf maar moesten weten dat de pro forma *look-through* projecties verslechterd waren, onredelijk en kan dit niet worden aanvaard.

Dat nog niet met zekerheid vaststond dat de Raad van Bestuur zou beslissen tot het nemen van andere (met name kapitaalverwaterende of aan het dividend rakende) maatregelen dan de eerder aangekondigde hefboomen, en dat de verwachte solvabiliteitskloof mogelijk nog kon worden opgevuld

door een veel ruimer gebruik van de reeds aangekondigde types van maatregelen, belet evenmin dat het presentatie misleidend was door gewag te maken van gezonde kapitaalratio's en van een solvabiliteitstekort van 3 miljard euro en door voor te houden "*het plan dat voorligt om de solvabiliteit herop te bouwen zal ons einde 2009 terug op spoor brengen*". De loutere bewering dat een plan voorligt en volstaat onder verwijzing naar een verwacht tekort van 3 miljard euro, op een moment waarop intern is geweten dat er met de voorziene maatregelen nog een tekort overblijft van 2,5 miljard euro (op het ERCC van 11 juni is er immers sprake van een weg te werken tekort van 2,5 miljard euro in het basisscenario, waarbij uit de context duidelijk voortvloeit dat dit gaat om een na de initieel geplande maatregelen resterend tekort) zodat veel meer maatregelen nodig zijn dan voorzien om dat tekort weg te werken, is op zich immers al misleidend.

Anders dan de heer Z voorhoudt, vermeldde de door hem verstrekte informatie niet, ook niet impliciet, dat de kans dat de solvabiliteitsdoelstellingen per eind 2009 niet gehaald zouden worden reëel was (minstens dat daartoe zeer veel bijkomende maatregelen nodig zouden zijn), en zeker ook niet dat verwaterende maatregelen of een wijziging van het dividendbeleid tot de reële mogelijkheden behoorden. De vermelding in de speaker notes dat "*[A] zal doorgaan met gelijk welke stap zetten die nodig is om met succes door de huidige crisis te komen*" was niet meer dan een geruststellende standaardverklaring dat als er ooit iets zou mislopen, A al het nodige zou doen. Uit die mededeling kon daarentegen niet worden afgeleid dat die laatste situatie zich al voordeed.

35.4. Dat op de Goldman Sachs conferentie slechts vertegenwoordigers van de Europese financiële instellingen en enkele beleggers aanwezig waren, dat zijn presentatie nooit op het internet werd geplaatst en dat er evenmin een transcript van werd bijgehouden, zodat de presentatie van de heer Z slechts een beperkte verspreiding kende, neemt niet weg dat hij ook dan geen informatie mocht verspreiden waarvan hij wist of moest weten dat deze misleidende signalen gaf of kon geven over de A-aandelen. Het is zelfs erg waarschijnlijk dat de presentatie van de heer Z maar weinig verspreiding of weerklink kende net omdat zij volledig in lijn lag met de eerdere presentaties en bekendmakingen.

35.5. De omstandigheid dat de Raad van Bestuur nog over eventuele verwaterende maatregelen of een wijziging van het dividendbeleid moest beslissen, doet (zoals reeds vermeld onder randnummer 35.3) niet af aan het door verzwijging onjuiste en daardoor misleidende karakter van Z's presentatie. Nu hij informatie verstrekte over het solvabiliteitsplan en de solvabiliteitsdoelstellingen van A moest deze correct en oprecht zijn.

35.6. Dat, tenslotte, de mededeling door de heer Z namens A van de reële mogelijkheid van verwaterende maatregelen of van een wijziging van het dividendbeleid een mededeling van voorkennis in beperkte kring ware geweest, verhinderde ze niet maar verplichtte A dan deze voorkennis tegelijkertijd openbaar te maken overeenkomstig artikel 10, § 1, vierde lid, van de wet van 2 augustus 2002. Bovendien houden noch de wettelijke verbodsbepalingen inzake misbruik van voorkennis noch de niet-bindende gedragsrichtlijnen ("*conduct guidance*") uit het *Governance Statement* van A van 25 januari 2008 de verplichting in om onjuiste of misleidende informatie te verspreiden, zodat ze daarvoor ook geen rechtvaardigingsgrond opleveren.

35.7. Dat de heer Z op 12 juni 2008 bijgevolg een inbreuk heeft begaan op artikel 25, § 1, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten door informatie te verspreiden die onjuiste of misleidende signalen gaf of kon geven over de (ook op een Belgische gereguleerde markt toegelaten) aandelen van A (zijnde zowel A SA/NV als A N.V.), en waarbij hij wist of had moeten weten dat deze informatie onjuist of minstens misleidend was.

IV. Op te leggen sanctie

36.1. Het bedrag van de geldboete die de FSMA overeenkomstig artikel 36, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 kan opleggen, dient overeenkomstig artikel 72, § 3, eerste lid, van de wet bepaald te worden in functie van de ernst van de inbreuk en moet in verhouding staan tot de voordelen of de winst die eventueel uit deze inbreuken is gehaald. Bovendien moet ze overeenkomstig het beginsel van de persoonlijkheid van de straf bepaald worden rekening houdend met de graad van individuele verantwoordelijkheid van de betrokkene.

36.2. De ernst van de inbreuk volgt hier vooral uit de belangrijkheid van A op de financiële markt en de graad van individuele verantwoordelijkheid van de heer Z uit zijn prominente rol binnen A. De misleiding van het beleggerspubliek en de financiële markten door het geven van een geruststellende boodschap die strijdig is met de intern gekende informatie die evenwel nog niet publiek is gemaakt, is uiterst laakbaar, zeker wanneer dit gebeurt door een uitvoerend bestuurder van een beursgenoteerde financiële holding. De door de heer Z voor rekening van A, maar wat hem betreft in de persoonlijke wetenschap van het onjuiste of minstens misleidende karakter ervan, gegeven presentatie heeft in belangrijke mate afbreuk gedaan aan het vertrouwen van de beleggers in de eerlijke werking van de (op het moment van de feiten al fragiele) financiële markten en vergt dan ook een doeltreffende bestraffing. Hij wist ook perfect dat zijn presentatie in het verlengde lag van eerdere presentaties en op die manier bijdroeg aan een communicatiestrategie die erin bestond om systematisch een geruststellende boodschap te geven aan de markten, terwijl die boodschap manifest en met het verloop van de tijd alsmear meer werd tegengesproken door de informatie die intern beschikbaar was. Dat hij door enkele tekstaanpassingen dacht die geruststellende boodschap zonder problemen te kunnen herhalen op een moment waarop nog meer dan voordien was gebleken hoezeer de solvabiliteitsvooruitzichten van A waren verslechterd, bevestigt zijn individuele verantwoordelijkheid.

Toch moet ook rekening worden gehouden met de omstandigheid van de 42-jarige onberispelijke loopbaan van de heer Z, het feit dat hij vrij onverwachts werd gevraagd om deze presentatie te geven over een materie die niet onder zijn rechtstreekse verantwoordelijkheid viel, het eenmalige karakter van zijn handeling en het feit dat hij geen rechtstreeks persoonlijk voordeel uit de inbreuk heeft gehaald.

36.3. De op te leggen sanctie dient ook een ontradend effect te hebben voor andere marktpartijen.

36.4. Een administratieve boete van € 250.000 (tweehonderdvijftigduizend euro) komt in het licht van de vermelde omstandigheden en doelstellingen gepast voor.

37.1 Overeenkomstig artikel 72, § 3, vierde lid, van de wet van 2 augustus 2002 worden de beslissingen van de sanctiecommissie waarbij een administratieve geldboete wordt opgelegd nominatief bekendgemaakt op de website van de FSMA, tenzij deze bekendmaking de financiële markten ernstig dreigt te verstoren of een onevenredig nadeel dreigt te berokkenen aan de betrokken personen.

37.2. De sanctiecommissie is van oordeel dat de bekendmaking van deze beslissing de financiële markten niet ernstig kan verstoren, mede gelet op de inmiddels algemene bekendheid van de omstandigheden van de teloorgang van het vroegere A en het persbericht van de FSMA van 16 april 2012 waaruit kan worden afgeleid dat het directiecomité van de FSMA een dossier had overgemaakt aan de sanctiecommissie. Mede gelet op die omstandigheden, is de sanctiecommissie ook van oordeel dat de bekendmaking van deze beslissing evenmin een nadeel zou berokkenen aan de heer Z dat onevenredig zou zijn aan de ernst van de door hem begane inbreuk.

Beslissing

De sanctiecommissie,

samengesteld uit de personen die deze beslissing ondertekenen,
beslist om deze redenen, na deliberatie:

- 1° met toepassing van artikelen 36, § 2, en 72, § 3, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten aan de heer Z een administratieve geldboete ten belope van 250.000 (tweehonderdvijftigduizend) euro op te leggen;
- 2° met toepassing van artikel 72, § 3, vierde lid, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten de beslissing nominatief bekend te maken op de website van de FSMA.

Brussel, 17 juni 2013

*Michel ROZIE,
Voorzitter*

Luc HUYBRECHTS

Claude PARMENTIER

Philippe QUERTAINMONT

Pierre NICAISE