

MISBRUIK VAN VOORWETENSCHAP IN VERGELIJKEND PERSPECTIEF.

*Bart Hendrickx
Wouter Van gulck.*

*Onder wetenschappelijke begeleiding
van Prof. K. GEENS*

INLEIDING.

Ivan Boesky, Michael Milken, Dennis Levine, Marty Siegel... ¹ Wie benijdde destijds niet de bankrekening van deze beursgoeroes? Zij waren de grote helden voor al wie hoopte ooit eens de beurs te verslaan. Tot bleek dat hun zogenaamde beurskennis niets anders was dan vóórkennis. Van de ene dag op de andere werden ze van hun voetstuk gestoten, omdat zij gevonden hadden waarnaar miljoenen speculanten al jaren vergeefs zochten: de gouden tips waarmee men op de beurs fortuinen kan maken. Ze hadden een perfect functionerend informatienetwerk uitgebouwd dat hen vóór alle anderen op de hoogte bracht van belangrijke overnames, faillissementen, aankooporders,... Maar dergelijke praktijken zijn nu eenmaal maatschappelijk onaanvaardbaar omdat ze het welvaarts-optimum en de efficiënte allocatie van de geldstromen niet dienen ². En omdat in onze kapitalistische samenleving de moraal al te vaak zwicht voor het slijk der aarde, is het de taak van de wetgever om een dijk op te werpen tegen deze "greed is good"-mentaliteit.

Aan de hand van een vergelijking met de Amerikaanse, Franse en Europese regeling zullen we in deze bijdrage onderzoeken hoe stevig de Belgische dijk tegen misbruik van voorwetenschap is.

BEGRIPSOMSCHRIJVING.

Een exacte definitie geven van misbruik van voorwetenschap of *insider trading* is haast ondoenbaar. Daarom zullen we ons beperken tot

(1) NORA, D., *Les possédés de Wall Street*, Paris, Denol, 1987, 231-260.

(2) Het verbod op insider trading wordt vaak gerechtvaardigd vanuit de economische theorie van de optimale allocatie van de geldstromen; z. o.a. VAN THIENEN, L., "Efficiëntie van de Belgische aandelenmarkt en het economisch misbruik van voorwetenschap", in *Het misbruik van voorwetenschap inzake effectenhandel: referaten en discussie-verslagen van de studiedag gehouden te Antwerpen op 28 april 1977*, Brussel, Ced-Samsom, 1978, 47.

een eerste, wat vage, begripsomschrijving die gaandeweg zijn invulling moet krijgen.

Voorwetenschap kan omschreven worden als het bezit van informatie omtrent feiten, omstandigheden, beslissingen,... die een invloed kunnen hebben op de waarde van verhandelbare goederen, terwijl de andere marktpartijen niet over deze informatie beschikken ³.

Misbruik van voorwetenschap is dan de toestand waarin men deze informatie voor eigen of andermans profijt aanwendt door die goederen te verkopen omdat men een baisse verwacht (en aldus vermijdt men een verlies), of door die goederen te kopen omdat men een hausse verwacht (en ze naderhand met winst terug te verkopen) ⁴. Een dergelijke transactie gebeurt ten nadele van de tegenpartij die niet over deze bevoorrechte informatie beschikt en die koopt aan een te hoge prijs of verkoopt aan een te lage prijs.

Voorwetenschap en het daaraan gekoppelde misbruik kunnen bestaan i.v.m. een breed spectrum van activa : effecten, deviezen, immobiliën, kunstvoorwerpen,... Meestal worden de begrippen echter in verband gebracht met de aandelenmarkten ⁵. Daarom beperken wij ons bij deze bespreking tot het misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurs-transacties.

"Misbruik" is een strafrechtelijke term. Misbruik van voorwetenschap is dus een maatschappelijk verwerpelijke gedraging. In de loop der jaren heeft men wereldwijd twee manieren gekend om dergelijke handelwijze tegen te gaan : een auto-disciplinaire en een wettelijke regeling ⁶.

Het voordeel van, per definitie, soepele gedragsregels is dat ze beter beantwoorden aan de gevarieerde en evolutieve problematiek van insider trading dan stringente wetgeving. Een nadeel is dan weer dat dergelijke regels van de betrokken personen een groot moreel verantwoordelijkheidsgevoel en een sterk deontologisch plichtsbesef vergen, wat niet altijd even vanzelfsprekend is gezien de gigantische sommen die in een oogwenk verdiend kunnen worden ⁷.

Vermits het verbod op misbruik van voorwetenschap zich in meer en meer landen oriënteert in de richting van een strafrechtelijke betege-

(3) X, "Het misbruik van voorwetenschap op de effectenmarkt", *KB-Weekberichten n° 30*, 30 augustus 1985.

(4) LEMPEREUR, C., "L'abus d'informations privilégiées par des initiés en matière d'opérations de bourse : problèmes généraux et aspects juridiques", in *Het misbruik van voorwetenschap inzake effectenhandel*, Brussel, Ced-Samsom, 1978, 13-14.

(5) X, "Het misbruik van voorwetenschap op de effectenmarkt", *KB-Weekberichten n° 30*, 30 augustus 1985.

(6) LEMPEREUR, C., *o.c.*, 17.

(7) LEMPEREUR, C., *o.c.*, 31-32.

ling⁸, mede omwille van de ernst van het nadeel dat wordt geleden door de beurs zelf die aan geloofwaardigheid inboet⁹, zal hierna enkel aandacht besteed worden aan de wettelijke reglementering. Deze kan worden opgesplitst in twee luiken: preventieve en repressieve maatregelen, waarbij de preventieve bepalingen meestal met andere bedoelingen zijn opgesteld, maar niettemin een sterk wapen vormen in de strijd tegen het misbruik van voorwetenschap¹⁰.

I. INSIDER TRADING IN DE VERENIGDE STATEN.

A. SITUERING VAN DE WETTELIJKE REGELING: DE 1934 SECURITIES EXCHANGE ACT (WILLIAMS ACT).

Een eerste poging van de Amerikaanse wetgever om in het kader van effectentransacties regulerend op te treden, resulteerde in de *Securities Act van 1933*. Ingegeven door de bezorgdheid van de overheid omtrent de bescherming van de kleine beleggers na de beurscrash van 1929, was deze act echter te beperkt in haar doelstelling en toepassingsgebied.

Alleen aan de uitgever van effecten werden immers beperkte publiciteitsverplichtingen opgelegd en aldus werd enkel de eerste koper beschermd. Nergens in deze act werd gesproken over de verdere verhandeling van deze effecten.

Om het vertrouwen van de investeerders in de kapitaalmarkten te herstellen na de *Wall Street crash* zag de federale overheid zich genoodzaakt om verder te gaan met haar regulering van de effectenhandel. De *Williams Act van 1934* voorziet dan ook in een veel breder scala van maatregelen dat alle mogelijke effectentransacties probeert te omvatten.

De voornaamste vernieuwing is het feit dat onder deze bepalingen niet langer alleen de kopers maar ook in gelijke mate de verkopers van effecten beschermd worden. De *Williams Act* stelt voornamelijk strenge eisen op het gebied van de informatieverstrekking. Zo wordt onder andere een **meldingsplicht** aan de *Securities and Exchange Commission (S.E.C.)* ingesteld voor alle effecten verhandeld op de zogenaamde *national exchanges* (zoals de New York Stock Exchange en de American Stock Exchange) en voor de meeste effecten verhandeld op de "*over-the-counter market*"¹¹.

(8) DE TURCK, N., *Misbruik van voorwetenschap bij aandelentransacties op de beurs: sancties, opsporing, vervolging en rechtspraak*, Antwerpen, Kluwer-Rechtswetenschappen, 1990, 49.

(9) Over de beurs als benadeelde partij, z. o.a. MOK, M.R., "Misbruik van voorwetenschap strafbaar?", *T.V.V.S.*, 1985, 290.

(10) DE TURCK, N., o.c., 18 en 41.

(11) Deze "*over-the-counter-market*" omvat de transacties via makelaars voor henzelf of hun klanten.

De uitgever van effecten wordt verplicht alle informatie over bedrijfsresultaten, zakencijfer en de financiële vooruitzichten openbaar te maken. Daaraan zijn talrijke vereisten verbonden. De informatie waarvan hoger sprake moet in een aantal "current reports" weergegeven worden. Deze "current reports" worden opgesplitst in jaarlijkse, kwartale en occasionele verslagen ¹².

Betreffende deze laatste "reports" stelt de 1934 Act dat elke onderneming waarvan de aandelen geregistreerd zijn bij de S.E.C., alle materiële informatie dadelijk openbaar moet maken wanneer de onderneming zelf aandelen koopt of verkoopt ¹³. De bepalingen omtrent de occasionele verslagen zijn niet zo duidelijk wanneer de onderneming geen eigen aandelen verhandelt. In een advies aan de ondernemingen stelt de S.E.C. echter dat het raadzaam is, zelfs in die omstandigheden, alle relevante informatie dadelijk openbaar te maken, tenzij er voldoende zakelijke redenen zijn om het niet te doen. De Williams Act verbiedt expliciet elke vorm van bedrog, verkeerde voorstelling of niet-vermelding van materiële gegevens in verband met de koop of verkoop van effecten ¹⁴.

De reeds hoger vermelde S.E.C. werd in het leven geroepen door de Securities Exchange Act van 1934, ter vervanging van de bij de Securities Act van 1933 ingestelde Federal Trade Commission, die niet op haar taak berekend was :

- zij oefent toezicht en controle uit op de National Exchanges (zoals de New York Stock Exchange, de American Stock Exchange,...);
- zij heeft de auspiciën over de National Association of Securities Dealers (de overkoepelende organisatie van effectenmakelaars die de "over-the-counter-market" regelt);
- zij is belast met de uitvoering van de zes Securities Acts (1933, 1934, 1968, 1983, 1984 en 1985).

Om haar taak naar behoren te kunnen vervullen beschikt de Commissie voornamelijk over drie middelen :

- regels uitgevaardigd door de S.E.C. in het kader van de haar toegekende "rule-making-power" (vb. rule 10b-5) ¹⁵;
- de "S.E.C.-releases" ¹⁶;
- de "S.E.C. no-action letters" ¹⁷.

(12) HAZEN, T.L., o.c., 233-240.

(13) *Ibid.*, 237.

(14) DREESE, A., Misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties : an outsider's view on insider trading, s.l., Kluwer, 1986, 112-113.

(15) *Ibid.*, 212; HAZEN, T.L., o.c., 11-12; deze regels hebben kracht van wet.

(16) Hierin worden de voornaamste beleidsopties van de commissie uiteengezet; deze releases hebben geen dwingende kracht; z. HAZEN, T.L., o.c., 12.

(17) *Ibid.*, 12-13. Dit zijn de antwoorden van de S.E.C. op vragen naar verduidelijking over het al dan niet geoorloofd zijn van concrete plannen, gesteld door ondernemingen

Ook de bevoegdheid van de S.E.C. om de naleving van de wettelijke reglementering af te dwingen is driedelig: ¹⁸

- in eerste instantie kan zij administratieve en disciplinaire maatregelen nemen tegen het eigen personeel, het beurspersoneel en een aantal professionelen; de S.E.C. kan o.a. een makelaar voor een bepaalde of onbepaalde tijd schorsen;

- de S.E.C. is gemachtigd om rechtstreeks vervolging in te stellen tegen overtreders van de insider trading regulering; haar voornaamste hulpmiddelen hierbij zijn de '*injunctions*' en het '*ancillary relief*'. Het ancillary relief is een bijkomende suppletieve remedie die afhankelijk is van de hoofdvordering of ernaast staat;

- tenslotte heeft de S.E.C. de mogelijkheid om een strafrechtelijke procedure op gang te brengen bij het departement van justitie.

Bijzonder vermeldingswaardig is de bijkomende bevoegdheid van de S.E.C. om aan "*plea-bargaining*" te doen ¹⁹. Dit houdt in dat zij aan een vermeende overtreder, in ruil voor bekentenissen en medewerking aan het verdere onderzoek strafvermindering kan beloven.

Om ook inzake transacties met internationale dimensies te kunnen optreden, heeft de S.E.C. de bevoegdheid gekregen om met vergelijkbare buitenlandse overheidsorganen overeenkomsten te sluiten. Een bekend voorbeeld hiervan is de conventie die de S.E.C. met de Schweizerische Bankverein tot stand bracht om het Zwitsers bankgeheim te kunnen omzeilen ²⁰. Op basis van deze 16e Conventie wordt het bankgeheim doorbroken wanneer de S.E.C. aan de Zwitserse bankcommissie kan aantonen dat er een voldoende reden bestaat om aan te nemen dat door de cliënt in kwestie met voorkennis van inside information werd gehandeld ²¹.

De Conventie dwong zelfs van de Zwitserse banken af om geen diensten meer te verstrekken op de Amerikaanse beurzen aan cliënten die weigeren akkoord te gaan met de bepalingen van de Conventie. Volgens de overeenkomst moet, telkens wanneer een nieuwe cliënt zich aanmeldt, aan hem de volledige tekst van de Conventie ter goedkeuring voorgelegd worden ²².

of effectenmakelaars aan de S.E.C.. Door te antwoorden op deze vragen d.m.v. no-action letters belooft de Commissie impliciet geen onderzoek in te stellen op basis van de vraag gesteld door de onderneming of effectenmakelaar.

(18) HAZEN, T.L., o.c., 490 ev.

(19) ABESCAT, B., "Shérif et garde champêtre", *Le Point*, 12 februari 1989, 33; X, "Wall Street traders question S.E.C. moves in Boesky case", *W.S.J.*, 15 december 1986.

(20) HAYMANN, M., "Swiss to outlaw insider trading", *International Law Review*, oktober 1987, 30-32.

(21) DREESE, A., o.c., 54.

(22) DREESE, A., o.c., 54-55.

De S.E.C. heeft gelijkaardige akkoorden afgesloten met haar zusterorganisaties in Frankrijk, Groot-Brittannië, Japan en Canada ²³.

B. DE BELANGRIJKSTE PREVENTIEVE BEPALINGEN INZAKE INSIDER TRADING IN DE SECURITIES EXCHANGE ACT.

1. Section 16a.

Section 16a legt een verregaande **publiciteitsvereiste** op aan alle echte insiders of zogenaamde *corporate insiders*. Onder deze corporate insiders worden drie categorieën van ingewijden verstaan: directors, officers en 10% beneficial owners ²⁴.

Onder *directors* moet men de leden van de Raad van Bestuur van een bedrijf verstaan. *Officers* zijn voornamelijk de managers en de hogere kaderleden. *10% beneficial owners* ²⁵ zijn dividendgerechtigde aandeelhouders die omwille van het percentage van de aandelen dat ze in eigendom hebben, vermoed worden toegang te hebben tot vertrouwelijk informatie.

Deze drie groepen van personen moeten volgens de bepalingen van sectie 16a maandelijks alle gegevens betreffende hun eigendom van aandelen van de onderneming waar zij tewerk gesteld zijn en elke verandering in die gegevens meedelen aan de S.E.C. ²⁶

2. Section 16b: shortwing profit liability.

De meest verregaande maatregel ter bescherming van aandeelhouders en ondernemingen in het algemeen tegen misbruik van inside informatie, vindt men onder section 16b van de Securities Exchange Act van 1934.

Deze sectie stelt een **onweerlegbaar vermoeden** in van handel met voorwetenschap voor zogenaamde "statutory" of echte insiders. Dit vermoeden weegt op specifieke insiders voor alle transacties van aankoop en verkoop of verkoop en aankoop van aandelen indien tussen beide handelingen niet meer dan 6 maanden verstreken zijn.

De betrokken insider zal de winst die hij hierbij gemaakt heeft moeten afstaan aan de onderneming. De onderneming moet hiervoor een vordering tot "*disgorgement of profits*" instellen, een sui generis remedy ²⁷.

(23) ABESCAT, B., o.c., 33.

(24) HAZEN, T.L., o.c., 419-424.

(25) *Ibid.*, 412.

(26) PASZTORY, B. en PIERCE, M., "United States of America", *Comparative Survey of Securities Laws*, ROBINSON J.M. (ed), Deventer, Kluwer, 1980, 221.

(27) LOSS, L., *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, Little Brown, 1983, 604 ev.

Sectie 16b bepaalt zelf welke aandelen onder haar reglementering vallen: - alle aandelen van ter beurze genoteerde ondernemingen ;
- alle aandelen van ondernemingen met activa ter waarde van één miljoen of meer ;
- alle aandelen van ondernemingen die minstens 500 aandelen hebben uitgegeven van de soorten aandelen vermeld onder sectie 12 van de Securities Exchange Act van 1934.

Samengevat kan men stellen dat alle transacties in aandelen die volgens de 1934 Act moeten geregistreerd worden, vatbaar zijn voor de bepalingen van sectie 16b.

De vraag van welke personen die winst kan teruggevorderd worden, is tegelijkertijd de vraag wie de eigenlijke insiders zijn onder de bepalingen van de 1934 Act ²⁸. Voor een antwoord op die vraag verwijzen we naar de drie categorieën vermeld in de uiteenzetting over sectie 16(a): officers, directors en 10% beneficial owners. Wat deze laatsten betreft, moeten zowel de aankoop als de verkoop betrekking hebben op een in aanmerking komende categorie van aandelen, en voltrokken zijn terwijl de persoon in kwestie meer dan 10% aandelen in eigendom had ²⁹.

Voor officers en directors geldt in principe dat beide transacties moeten hebben plaatsgehad terwijl deze personen in functie waren. Een belangrijke strekking binnen de rechtspraak stelt echter dat ook transacties, gerealiseerd voordat men in functie trad, gecombineerd met een koop of verkoop van dezelfde aandelen terwijl men officer of director is, aanleiding kunnen geven tot toepassing van de bepalingen van sectie 16b ³⁰. Dit standpunt is erg controversieel en ondervindt tegenwind in recentere rechtsspraak ³¹.

B. REPRESSIEVE BEPALINGEN INZAKE INSIDER TRADING IN DE SECURITIES EXCHANGE ACT (SECTION 10b EN RULE 10b-5).

Sectie 10b van de Williams Act heeft een veel ruimer toepassingsgebied dan sectie 16, dat voornamelijk een preventief karakter heeft.

De regeling vervat in sectie 10b en regel 10b-5 is erop gericht een aantal praktijken te verbieden, met name:

- het gebruik maken van bedrieglijke hulpmiddelen ;
- het verstrekken van valse informatie of het niet verstrekken van informatie omtrent belangrijke feiten ;
- het stellen van handelingen die bedrieglijk of misleidend zijn.

(28) HAZEN, T.L., o.c., 419-424.

(29) X., Securities Law, o.c., 359.

(30) Adler v. Klawans, 267 F.2d 840, 2d Circuit 1959.

(31) Lewis v. Mellon Bank, 513 F. 2d 921, 3d Circuit 1975.

neming. Er werden de wildste geruchten over hem verspreid, die een nog slechtere projectie vooropstelden dan de reële situatie en dreigden de aandelenkoers naar beneden te halen. Om die geruchten tegen te gaan liet Schuman de juiste projectie uitlekken. Dadelijk daarna maakte hij de informatie publiek. De District Court vond Schuman niet schuldig aan inbreuk op regel 10b-5 omdat de S.E.C. er niet in geslaagd was enig bedreiglijk opzet (scier) aan te tonen in hoofde van Schuman. Latere uitspraken hebben dit vereiste overgenomen en het tot een min of meer vaststaande voorwaarde laten geworden.

4. "Fiduciary duty and personal gain".

Het Chiarella element, met name het vereiste van een "fiduciary relationship", werd verder uitgebouwd in *Dirks v S.E.C.* van 1983, een zaak met een al even belangrijke precedentwaarde⁴⁰. Dirks, een securities-analyst, werd op zeker ogenblik op de hoogte gebracht door Secrist, een ex-werknemer van Equity Funding, van fraude op grote schaal bij laatstgenoemde onderneming. Dirks probeerde deze fraude openbaar te maken, maar de kranten wilden hem niet geloven en werkten dus niet mee. Uiteindelijk besliste Dirks om dan toch een beperkt aantal van zijn klanten op de hoogte te stellen van de zaak, waar deze laatsten natuurlijk hun voordeel mee deden.

De S.E.C. was van oordeel dat op Dirks de "duty to disclose or abstain" rustte en hij dus inbreuk gepleegd had op sectie 10b en bijgaande regel, door hem dezelfde verplichting toe te meten die bestond in hoofde van de insider van wie hij de informatie verkregen had.

De Supreme Court vond dit echter te vergaand en stelde dat "het toemeten van een "fiduciary duty to disclose or abstain" aan eenieder die material non public information ontvangt, wetende dat die informatie van een insider komt, een te sterk beperkende invloed kan hebben op de rol van de marktanalyst". Het hof bepaalde verder dat, om te komen tot een toemeting van de fiduciary duty, men moet nagaan of de insider die de informatie verstrekt heeft, er al dan niet persoonlijk baat bij had om die informatie door te geven⁴¹. Als dit niet het geval is, kan er geen sprake zijn van een "breach of trust" ten opzichte van de aandeelhouders. Daar i.c. Dirks de insider (Secrist) geen profijt had bij zijn "selective disclosure" bestond er in de ogen van het hof in hoofde van Dirks geen schending van de fiduciaire relatie, ook al wist hij dat het om "material non public information" ging, komende van een insider. "The tipper's duty

(40) "Dirks v. S.E.C.", *The U.S. Law Week*, volume 51, n° 50 extra edition n° 4, Washington D.C., The Bureau of National Affairs, n° 82-276, 1983; *Dirks v.S.E.C.*, 103 S.Ct. 3255, 1983.

(41) HAZEN, T.L., o.c., 484-485; "Report of the taskforce on regulation of insider trading", *The Business Lawyer*, 1985, 224-225.

to disclose or abstain is derivative from that of the insider's duty" ⁴²

In een dissenting opinion uitte één van de rechters sterke kritiek op deze uitspraak ⁴³. Hij stelde dat het hof een onrechtvaardige beperking oplegde aan de fiduciaire verplichting van insiders door eigen baat als criterium voorop te zetten. Hij vond dit criterium irrelevant omdat volgens hem de afwezigheid van "personal gain" niets afdoet aan de schade geleden door de aandeelhouders.

In haar verantwoording maakte het Hof zelf een kleine samenvatting van de conclusies die uit deze beslissing moeten getrokken worden. Het Hof zei eigenlijk dat marktanalysten en gelijkaardige beroepsgroepen op gelijk welke manier hun informatie mogen krijgen en doorspelen, zolang ze maar niet de insider vergoeden voor hun informatie, of de gekregen informatie misbruiken. Tenslotte werd gesteld dat Dirks de informatie niet misbruikte, hetgeen op zijn minst gezegd een twijfelachtige conclusie is. Alhoewel dit laatste niet verder gemotiveerd werd, werd hiermee toch het leven geschonken aan wat later zou genoemd worden de "*misappropriation of information theory*" ⁴⁴.

Terloops mag opgemerkt worden dat er geen wettelijke verplichting rust op de uitgever van aandelen om gebeurtenissen die niet specifiek vermeld zijn in formulieren 8-K en 10-Q openbaar te maken ⁴⁵. De jaarlijkse, kwartale en occasionele informatie die door de ondernemingen moet doorgegeven worden aan de S.E.C. is strikt omschreven in allerlei zulke formulieren.

In een voetnoot bij het arrest Dirks ⁴⁶ maakte het Hof een belangrijke opmerking over de zogenaamde "quasi-", "constructive", of nog "temporary insiders". Het stelde dat deze constructive insiders (advokaten, investment bankers,...) moeten beschouwd worden als echte insiders wanneer hen op een confidentiële wijze niet-publieke informatie is medegedeeld en er een verhouding bestaat die het vertrouwelijk karakter van die informatie onderbouwt. Wanneer dit het geval is, moet de constructive insider zich van elke transactie op basis van die informatie onthouden.

5. "*Misappropriation of information*".

Na deze zijsprong kunnen we terugkeren naar wat toch een belangrijk hulpmiddel is geworden in de strijd tegen insider trading: de "*misap-*

(42) Dirks v. S.E.C., 103 S.Ct. 3255, 1983.

(43) Ibid., 3273 (Justice Blackmun).

(44) X., Securities Law, o.c., 364.

(45) HAZEN, T.L., o.c., 236.

(46) Dirks v.S.E.C., l.c., 3261 n° 14; X., Securities Law, o.c., 367.

propriation of information theory". Daar waar de Supreme Court blijkbaar minder zwaar tilt aan deze theorie (getuige het gebrek aan motivatie in haar conclusie in het arrest Dirks), is het toch deze leer die de lagere rechtbanken brengt tot een strengere beoordeling van tippees.

In twee belangrijke zaken werd de theorie als basis gebruikt om te komen tot respectievelijk een strafrechtelijke veroordeling en een injunctie onder regel 10b-5.

In **USA v. Newman**⁴⁷ werden een aantal werknemers van een investment bank veroordeeld omdat zij, in samenspraak met een makelaar in effecten, de informatie die zij hadden gekregen van hun werkgever over een op stapel staande overname, te gelde hadden gemaakt. De rechtbank oordeelde dat zij informatie misbruikt hadden die hen op confidentiële basis was medegedeeld. De werknemers hadden gefraudeerd ten opzichte van hun werkgever en hem door middel van "*deceitful misappropriation*" bestolen van zijn reputatie en goede naam ("*breach of trust towards their employer*"), aldus de rechtbank.

In **S.E.C. v. Materia**⁴⁸ sprak de rechtbank een "*injunction in disgorgement of profits*" uit tegen een copy-reader van een financieel printer, die op de hoogte gekomen was van material non-public information en die informatie te gelde maakte op de beurs. Ook hier steunde de rechtbank zich op de hogervermelde theorie en stelde dat Materia een inbreuk had begaan op de anti-fraude regels vervat in regel 10b-5 door middel van *deceitful misappropriation*.

6. Het "*in connection with...*"-vereiste.

Wanneer we de tekst van zowel sectie 10b als regel 10b-5 aandachtig lezen, merken we op dat in beiden het vereiste "*in connection with purchase or sale of securities*" vermeld wordt. Bij de bespreking van het volgende arrest zullen we zien dat dit vereiste misschien ruimer ligt dan de letterlijke bewoording ervan zou kunnen laten verstaan.

USA v. Winans⁴⁹ handelt over een Wall Street Journal reporter die een aantal vrienden tipte over de inhoud en het tijdstip van het verschijnen van een artikel dat hij zelf geschreven had, wetende dat het artikel een invloed zou hebben op de aandelenkoersen. De rechtbank veroordeelde Winans omdat hij een inbreuk had gepleegd op de fiduciary duty ten opzichte van zijn werkgever en als dusdanig zich schuldig gemaakt had aan een "*misappropriation of information*". De rechtbank stelde te

(47) USA v. Newman, 664 F. 2d 12, 2d Circuit, 1981.

(48) S.E.C. v. Materia, 745 F. 2d 197, 2d Circuit, 1984.

(49) USA v. Winans, 612 F. Supp. 827, 2d District New York, 1985.

vens dat er fraude gepleegd werd ten opzichte van de personen met wie Winans en zijn vrienden handel hadden gedreven. Dit lijkt op zijn minst tegenstrijdig met het eerste deel van de uitspraak.

In zijn verdediging stelde Winans echter dat de inbreuken die hij zou gepleegd hebben, niet voldeden aan het criterium "in connection with the purchase or sale of securities...". De rechtbank deed deze opmerking van de hand als zijnde lichtzinnig ⁵⁰.

In een andere zaak komt dezelfde rechtbank echter terug op het vermelde vereiste en wordt een poging ondernomen om het duidelijker te omschrijven. Volgens de rechtbank is het "in connection with..."-vereiste verwant aan de vraag of kopers of verkopers van de gedaagde aandelen gekocht of verkocht zouden hebben indien zij van het achtergehouden materieel feit op de hoogte waren geweest ⁵¹ (dus in casu de inhoud en het tijdstip van verschijnen van de *Heard Column*, het artikel van Winans). Uit deze redenering kan men besluiten dat alleen de schade toegebracht aan de investeerder van doorslaggevend belang is om te besluiten tot een inbreuk op de regeling inzake voorwetenschap.

Deze redenering is vatbaar voor kritiek. Zoals één van de rechters in een dissenting opinion stelde, is het onwaarschijnlijk dat het de bedoeling van de wetgever of de S.E.C. geweest is om met de huidige regeling de individuele belangen van een krant te gaan beschermen. Het tegenstrijdig karakter van de uitspraak in de zaak Winans is hier niet vreemd aan.

Besluit.

De draagwijdte van de regeling inzake voorwetenschap is afhankelijk van de rechtbank die uitspraak doet.

De lagere rechtbanken zijn er blijkbaar meer op gebrand de bestaande regels op een zo strikt mogelijke wijze door te trekken om zelfs de kleinste inbreuken te kunnen bestraffen. De **Supreme Court** daarentegen heeft uit macro-economisch oogpunt geprobeerd om de interpretatie van de bestaande wetgeving beperkt te houden. Zij laat liever een paar kleinere visjes door de mazen van het net glijpen om zo te komen tot een grotere markt-efficiëntie en een snellere weergave van alle informatie in de prijs van de aandelen ⁵²

(50) X., *Securities Law*, o.c., 373.

(51) *Ibid.*, 374; *USA v. Carpenter*, 791 F. 2d 1024, 2d Circuit, 1986.

(52) "Report of the taskforce on regulation of insider trading", *l.c.*, 224-231.

II. "LE DELIT D'INITIE" IN FRANKRIJK.

Frankrijk was het eerste Europees land dat het misbruik van voorwetschap strafbaar stelde. Dit geschiedde door art. 10 van de verordening van 28 september 1967⁵³. De oorspronkelijke tekst was sterk beïnvloed door de Amerikaanse bepalingen terzake. Sindsdien is het verbod al ettelijke malen gewijzigd (lees : verstrengd). Recent gebeurde dit nog n.a.v. het Pechiney-schandaal.

A. DE PREVENTIEVE MAATREGELEN.

In navolging van sectie 16 van de S.E.A. voerde art. 8 van de verordening van 28 september 1967 voor bepaalde personen, die we gemakkelijkerwijze onder de noemer 'bedrijfsleiding' rangschikken, de verplichting in om hun aandelen in de eigen onderneming en in de moeder-, zuster- en dochterondernemingen op naam te zetten of in bewaring te geven bij een bank. Tegelijkertijd waren ze ertoe gehouden om transacties m.b.t. die aandelen aan te geven bij de *Commission des Opérations de Bourse* (C.O.B.). In tegenstelling tot de Amerikaanse regeling was er wel geen automatische confiscatie van enigerlei winst, zolang het bewijs van insider trading niet effectief geleverd was⁵⁴.

De ratio legis achter deze bepaling ligt voor de hand⁵⁵. Bepaalde personen zijn uit hoofde van hun beroep of van hun functies in de vennootschap beter in staat om de gang van zaken in de onderneming te kennen. Zo zullen zij als eersten kennis nemen van factoren die de koers van het effect kunnen beïnvloeden. Daarom worden zij als potentiële insiders beschouwd en moeten ze extra gecontroleerd worden. De beste manier daarvoor is hun effectenportefeuille te volgen. De personen in kwestie zullen dan ook zeer voorzichtig zijn om bepaalde delicate transacties uit te voeren, die als insider-verrichtingen zouden kunnen gekwalificeerd worden.

Deze verplichte aangifte is echter in 1970 afgeschaft omdat de praktische uitvoering te moeilijk en te kostelijk bleek⁵⁶.

(53) Art. 10 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, instituant une Commission des Opérations de Bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, *J.O.*, 29 septembre 1967, 9589, gewijzigd door Loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970, portant modification de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, *J.O.*, 24 décembre 1970, 11891; Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, *J.O.*, 4 janvier 1983, 162; Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, sur les bourses de valeurs, *J.O.*, 23 janvier 1988, 1111; Loi n° 89-531 du 2 août 1989, relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *J.O.*, 4 août 1989, 9822.

(54) LEMPEREUR, C., *o.c.*, 21.

(55) LEMPEREUR, C., *o.c.*, 32-33.

(56) ROBLLOT, R., *Traité élémentaire de droit commercial*, Paris, 1986, n° 1893.

De belangrijkste preventieve maatregel volgt uit de omschrijving van het begrip voorwetenschap dat we kunnen definiëren als de tijdsperiode tussen het moment waarop de informatie slechts door enkele personen gekend is, en het moment waarop ze openbaar gemaakt wordt. Het is deze tijdsperiode die de insider uitbuit door de tijdelijke onwetendheid van de tegenpartij tot zijn profijt aan te wenden. Het komt er dus op aan voor de wetgever om deze termijn zo kort mogelijk te houden. Hoe korter die periode, hoe kleiner de verleiding voor de ingewijde om van de bevoorrechte informatie gebruik te maken, hoe kleiner ook de kans op een mogelijke lek van de informatie⁵⁷. Het nut van een snelle en juiste informatieverstrekking overstijgt echter het domein van insider trading. De goede werking van de effectenmarkt hangt er immers van af⁵⁸.

Op dit punt zullen we later nog uitgebreid terugkomen, n.a.v. de bespreking van de occasionele informatieplicht.

B. DE REPRESSIEVE REGLEMENTERING.

Zoals gezegd was Frankrijk er vrij snel bij om van het misbruik van voorwetenschap een strafrechtelijk betuugde handeling te maken. Het toepassingsgebied van de oorspronkelijke strafbepaling van 28/09/1967 is echter voortdurend uitgebreid. De huidige tekst luidt als volgt: "*Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 6000 à 10 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende ne puisse être inférieure à ce même profit, ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales et les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un contrat à terme négociable, qui auront réalisé, ou sciemment permis de réaliser sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. Dans le cas où les opérations auront été réalisées par une personne morale, les dirigeants de droit ou de fait de celle-ci seront pénalement responsables des infractions commises.*"

(57) Zie o.a. RIETKERK die ervoor pleit om "het aangrijpingspunt voor de bestrijding van misbruik van voorwetenschap toch vooral te leggen bij de uitgevende instelling, daar te trage of te late bekendmaking van koersrelevante gegevens uitlekken en misbruik door ingewijden in de hand werkt": RIETKERK, G., "Wetsontwerp misbruik van voorwetenschap is misslag" in *Misbruik van voorwetenschap*, VRPR deel 30, Deventer, Kluwer, 1989, 136.

(58) LEMPEREUR, C., o.c., 34.

De repressieve regeling zoals ze nu in Frankrijk bestaat, is grotendeels dezelfde als in België. Daarom beperken we ons tot een kort overzicht, en gaan we enkel dieper in op de meest markante verschillpunten.

1. De ingewijden.

Insiders zijn zij die op grond van hun beroep of functie over bevoorrechte informatie beschikken. Bepaalde rechtsleer maakt het onderscheid tussen enerzijds insiders de iure, een kleine kring van ingewijden van binnen de onderneming (dit zijn de personen die door de verordening van 28/09/1967 verplicht werden tot opnaamstelling van hun effecten), en anderzijds insiders de facto of vennootschapsexterne ingewijden (advokaten, bedrijfs personeel, bankiers,...) ⁵⁹.

Of de persoon in kwestie de informatie toevallig of doelbewust heeft verkregen, is van geen belang ⁶⁰. De architect die beroepshalve in de sociale zetel van een bedrijf aanwezig is, daar de directeurs van twee concurrerende bedrijven elkaar joviaal de handen ziet schudden en hieruit concludeert dat de toenadering tussen de twee ondernemingen, waarop in de pers al herhaaldelijk gealludeerd was, een feit is geworden, is een ingewijde en moet zich dus onthouden van elke transactie in de betrokken aandelen ⁶¹.

In tegenstelling tot de Belgische regeling en in strijd met de Europese richtlijn is de tippee niet strafbaar. Het Parijse parket schijnt echter een theorie te ontwikkelen waarbij de tippee op grond van art. 460 CP (heiling) strafbaar zou zijn. Volgens de procureur mag het cassatiearrest dat de persoon strafbaar stelt die met kennis van zaken een fabrieksgeheim illegaal heeft ontvangen, uitgebreid worden tot de tippee die eveneens met volle kennis van zaken heeft gehandeld ⁶².

Sinds de wetwijziging van 03/01/1983 kunnen ook rechtspersonen zich schuldig maken aan insider trading. De persoon die voor de rechtspersoon gehandeld heeft, zal in dat geval strafbaar zijn ⁶³.

(59) Zie o.a. GAVALDA, C., "Droits et devoirs des initiés dans des sociétés par actions", *R.S.J.S.*, 1976, 594.

(60) DEVOS, D., "Les opérations d'initiés en droit comparé", *Rev.Banque*, 7/1989, 404.

(61) Trib. gr. inst. Paris, 15 octobre 1976, *R.S.J.S.*, 1977, 123-128, noot BOULOC B.

(62) FERON, B. en VAN HERSTRAETEN, O., "L'exploitation abusive d'informations privilégiées : l'introduction en droit belge du délit d'initié, réflexions à la lumière du droit comparé", *J.T.*, 1989, 576 ; zie ook GUIHANNEC, Y., "Initiés, cherchez le délit", *Le Point n°855*, 6 februari 1989, in een commentaar op de Pechiney-affaire : "il faudrait prouver que le receleur était conscient de l'intention délictueuse du donneur" (p.35).

(63) DEVOS, D., o.c., 406.

2. Het begrip "bevoorrechte informatie".

Oorspronkelijk ging het enkel om informatie m.b.t. de technische, commerciële en financiële gang van zaken in een onderneming, maar sinds 1983 wordt er geen onderscheid meer gemaakt tussen informatie over de emittent en informatie over de markt van de effecten⁶⁴. Maakt bv. een bevoorrechte inlichting uit : de kennis van een belangrijk aankooporder die van aard is om een koersfluctuatie te veroorzaken vóór het grote publiek er weet van heeft.

3. Verboden handelingen.

Volgens de verordening van 1967 was men enkel strafbaar wanneer men de informatie uitbuitte door zelf rechtstreeks of onrechtstreeks op de beurs tusschen te komen. De wet van 1983 heeft ook het welbewust ("sciemment")⁶⁵ tipgeven strafbaar gesteld⁶⁶. Bovendien heeft de wetswijziging van 22/01/1988 het verbod op insider trading uitgebreid tot buitenbeurstransacties⁶⁷.

In hoofde van de insider is geen bijzonder opzet vereist. Het volstaat dat hij met kennis van zaken heeft gehandeld of doelbewust de informatie heeft doorgegeven.

Sinds de wet van 22/01/1988 is het ook niet langer vereist dat de insider heeft gehandeld "op grond van" de bevoorrechte informatie. Het volstaat te bewijzen, enerzijds dat de persoon in kwestie in het bezit was van bevoorrechte informatie, en anderzijds dat hij een transactie heeft uitgevoerd. Tussen beide feiten hoeft geen oorzakelijkheidsverband meer aangetoond te worden⁶⁸.

4. Welke effecten vallen onder de strafbepaling?

Alle effecten die op de beurs verhandeld worden, vallen onder het verbod op insider trading : aandelen, obligaties, warrants, opties...⁶⁹

(64) DEVOS, D., o.c., 404.

(65) GUIHANNEC, Y., "Initiés, cherchez le délit", *Le Point* n° 855, 6 februari 1989, 35.

(66) Voordien bestond er enkel een aanbeveling van de C.O.B. aan financieel bemiddelaars om geen vertrouwelijke informatie aan hun cliënten door te spelen ; zie LEMPEREUR, C., o.c., 21.

(67) DEVOS, D., o.c., 406.

(68) WYMEERSCH, E., "Enkele rechtsvergelijkende en transnationale aspecten", in *Misbruik van voorwetenschap*, V.R.P.R. deel 30, Deventer, Kluwer, 1989, 66 ; ABES-CAT, B., "Les moyens de fortune de la C.O.B.", *Le Point* n° 851, 9 januari 1989, 31.

(69) DEVOS, D., o.c., 404.

5. Sancties.

In de zeldzame gevallen dat er vervolgd is voor insider trading, is er nog geen enkele effectieve gevangenisstraf uitgesproken. En hoewel de gestelde geldstraffen vrij hoog liggen, kwam de ingewijde er meestal met een lichte geldboete van af ⁷⁰. Dit heeft de wetgever er in 1983 toe gebracht te stellen dat de straf nooit lager mag zijn dan de verwezenlijkte winst.

Voor de benadeelde tegenpartij voorziet de wet geen bijzonder rechtsmiddel. Ze zou zich enkel burgerlijke partij kunnen stellen ⁷¹

6. Opsporing en vervolging van insider trading.

Door de verordening van 28/09/1967 werd tevens de Commission des Opérations de Bourse (C.O.B.) opgericht. Zij werd o.a. belast met het toezicht op de goede werking van de beurs en met de controle op de informatieverstrekking door vennootschappen die beroep doen op het openbaar spaarwezen. Door de daaropvolgende wetwijzigingen zijn de bevoegdheden van de C.O.B. stelselmatig uitgebreid, o.a. in het kader van de bestrijding van het misbruik van voorwetenschap.

Zo kan de C.O.B. nagaan of de nodige informatieverplichtingen wel zijn nageleefd indien er een onregelmatigheid in de koers of in de verhandelde aandelenpakketten van een vennootschap wordt geregistreerd. Bestaat hieromtrent twijfel, dan kan ze een administratief onderzoek instellen, waarin ze zich allerhande documenten kan laten voorleggen ("*communication des documents*") en bepaalde personen kan verhoren ("*convocation et audition*") ⁷². Daarbij kan het beroepsgeheim haar niet tegengeworpen worden, zelfs het bankgeheim niet ⁷³.

Sinds de wet van 2 augustus 1989 - dus na de zaak Pechiney - heeft ze zelfs de bevoegdheid tot huiszoeking en beslaglegging. De C.O.B. kan echter zelf geen onderzoek instellen. Als ze vermoedt dat er sprake is van insider trading, speelt ze de zaak door naar het parket. Belangrijk is wel dat de rechtbanken het advies van de C.O.B. moeten vragen. Hoewel totaál vrijblijvend, wordt dit advies in de praktijk altijd opgevolgd ⁷⁴. Wet- telijk gezien verhindert niets het parket, dat over voldoende competentie in financiële aangelegenheden beschikt, om op eigen houtje een onder-

(70) WYMEERSCH, E., "Enkele rechtsvergelijkende en transnationale aspecten" in o.c., 58.

(71) DEVOS, D., o.c., 406.

(72) ROBERT, M.C., "La répression des opérations d'initiés en France et l'expérience de la Commission des opérations de bourse", in *Het misbruik van voorwetenschap inzake effectenhandel*, Brussel, Ced-Samsom, 1978, 81-82.

(73) DE TURCK, N., o.c., 67-68.

(74) ROBERT, M.C., o.c., 83.

zoek in te stellen. Tot nog toe heeft het parket nochtans steeds gehandeld op verzoek van de C.O.B. ⁷⁵.

In vergelijking met de S.E.C. is de C.O.B. het kleinere broertje. Ze is onderbemand en heeft een schrijnend gebrek aan werkingstoelagen ⁷⁶. Ze beschikt over geen enkele disciplinaire bevoegdheid : financiële tussenpersonen kunnen door de C.O.B. niet geschorst, geschrapt of vervolgd worden ⁷⁷.

In beginsel kan ze haar bevoegdheden ook niet buiten Frankrijk uitoefenen. Dit betekent dat wie opereert vanuit een land dat een strikte reglementering van het bankgeheim kent en het misbruik van voorwetenschap niet strafbaar stelt, buiten het bereik van de C.O.B. blijft ⁷⁸. Nu Zwitserland sinds begin 1988 het misbruik van voorwetenschap in zijn strafwetboek heeft opgenomen, worden dergelijke praktijken erg bemoeilijkt. Maar in de huidige situatie zijn het nog altijd de gerechtelijke instanties en niet de C.O.B. die een Zwitserse bank om inlichtingen kunnen vragen ⁷⁹.

Bij wijze van afronding willen we nog even teruggrijpen naar het Pechiney-schandaal zelf.

Op 21/11/1988 maakte de Franse staalgroep Pechiney bekend dat ze het Amerikaanse Triangle Industries zou overnemen voor 56 dollar per aandeel ⁸⁰. Bij analyse van de beurstransacties in de weken en zelfs maanden vóór de overname bleek dat het aandeel van Triangle Industries opvallend goed in de markt lag, tegen een prijs die schommelde rond de 10 dollar ⁸¹. Dat het hier ging om misbruik van voorwetenschap was overduidelijk, maar het zaakje is ergens tijdens de onderzoeksfase in de gerechtelijke papiermolen blijven steken. Enkel op politiek vlak is er de nodige opschudding geweest wegens vermeend "affairisme" van links ⁸².

(75) ABESCAT, B., "Affaires : les questions clés", *Le Point* n° 854, 30 januari 1989, 31.

(76) ABESCAT, B., "Les moyens de fortune de la C.O.B.", *Le Point* n° 851, 9 januari 1989, 33; ABESCAT, B., "Shérif et garde champêtre", *Le Point* n° 855, 6 februari 1989, 30-31.

(77) *Ibid.*

(78) Eén van de meest voorkomende methodes om de opsporing van het misbruik van voorwetenschap te bemoeilijken, is zijn orders te plaatsen via een bank. Omwille van het bankgeheim mag de bank de identiteit van de cliënt niet prijsgeven, tenzij de nationale wetgeving het misbruik van voorwetenschap strafbaar stelt. Om problemen met het bankgeheim te vermijden, sluiten heel wat landen samenwerkingsverdragen; zie DE TURCK, N., o.c., 68-69.

(79) X, "Pechiney zorgt voor polemieken : C.O.B. roept Zwitserse hulp in", *De Tijd*, 31 januari 1989.

(80) X, "Pechiney koopt Triangle voor 1,26 miljard dollar", *De Tijd*, 22 november 1988.

(81) IZRAELEWICZ, E. en PLENEL, E., "Cinq acheteurs ont devancé l'opération Pechiney", *Le Monde*, 8-9 januari 1989.

(82) GUIHANNEC, Y., "Le scandale Pechiney : le retour de l'affairisme", *Le Point* n° 851, 9 januari 1989, 24-25; in "L'argent et les voleurs" spreekt hij over affairisme als "une sorte de symbiose malsaine entre la vie politique et celle des affaires" (*Le Point* n° 851, p. 29).

Wel heeft het schandaal geleid tot een zoveelste wetswijziging, maar o.i. heeft Frankrijk hier de kans laten liggen om baanbrekend werk te verrichten op het vlak van de bestrijding van insider trading in Europa. Who next ?

III. MISBRUIK VAN VOORKENNIS IN BELGIE.

Het heeft lang geduurd, maar sinds 9 maart 1989 is ons juridisch wapenarsenaal uitgebreid met een verbod op het misbruik van voorwetenschap⁸³. Met het nieuwe art. 509 quater Sw. had de Belgische wetgever niet meteen zijn zwaar geschut bovengehaald. Een verdere aanpassing aan de Europese richtlijn die enkele maanden later werd aangenomen⁸⁴, bleek dus noodzakelijk. Op 4 december 1990 werd dan ook art. 509 quater SW uit het strafwetboek gehaald en het misbruik van voorkennis kreeg een eigen hoofdstuk toebedeeld in de nieuwe beurswet⁸⁵. Hoofdstuk V (artt. 181-193) handelt over het misbruik van voorkennis. Vooral de huidige regeling aan een grondiger onderzoek te onderwerpen, overlopen we even haar voorgeschiedenis.

A. DE TOTSTANDKOMING VAN DE BELGISCHE REGELING.

1. Van een auto-disciplinaire regeling...

Oorspronkelijk werd het verbod op insider trading gezien als een ethische gedragsregel om pas later door de financiële overheden als een voorschrift van financiële deontologie voorgesteld te worden⁸⁶.

Zo pleitte de Bankcommissie herhaaldelijk voor de grootst mogelijke discretie m.b.t. nog niet openbaar gemaakte informatie⁸⁷. Ze raadde de ingewijden ook aan om zich te onthouden van enige tussenkomst op de beurs, omdat dergelijke operaties ten nadele van de niet-voorgelichte te-

(83) Wet van 9 maart 1989 tot wijziging van het wetboek van koophandel en van het KB n° 185 van 9 juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, B.S., 9 juni 1989.

(84) Richtlijn van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden, P.B., n° L. 334 van 18 november 1989, 30-32; deze richtlijn heeft een minimaal karakter, d.w.z. dat elke lidstaat strengere schikkingen mag treffen; voor een bespreking van de richtlijn, zie LAMBRECHT, P., "La directive européenne relative aux opérations d'initiés", *Rev. Banque*, 8-9/1990, 455-461.

(85) Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, B.S., 22 december 1990.

(86) WYMEERSCH, E., "Les opérations en bourse ou hors bourse par un dirigeant de société sur les actions de sa propre société ou des sociétés du même groupe", *Rapports belges au XI^e congrès de l'académie internationale du droit comparé, Caracas, 29/8-5/9/1982*, Antwerpen, 1982, 449; BAUDHUIN, F., *Déontologie des affaires*, Leuven, 1943, 127.

(87) Bankcommissie, *Jaarverslag 1965*, 109; *Jaarverslag 1972-73*, 144-145.

genpartij zouden geschieden. Veel meer dan morele druk uitoefenen kon de Bankcommissie echter niet doen.

Ook het noteringscomité heeft aan de ter beurze genoteerde vennootschappen een gelijkaardige aanbeveling gedaan, maar slechts enkele vennootschappen reageerden hierop door operaties door ingewijden te verbieden⁸⁸.

Het kon dus niet volstaan om deze delicate materie aan de pure goodwill van de partijen over te laten. Dit is ook gebleken in de ons omringende landen waar men één na één vaneen auto-disciplinaire regeling terugkomt⁸⁹.

2. Naar een poging tot wettelijke strafbaarstelling.

In een tweede fase trachtte men zich te behelpen met bestaande wetteksten. Let wel : het ging hier niet om jurisprudentiële constructies, maar enkel om wat doctrinale hersengymnastiek.

De nadelen van zulke aanpak laten zich gemakkelijk raden vermits deze bepalingen nu eenmaal niet opgevat zijn om het misbruik van voorwetenschap te beteugelen⁹⁰. Ofwel moest men het frauduleus karakter van de handeling en een bijzonder opzet kunnen aantonen⁹¹ ofwel was er enkel sprake van buitengewone benadeling⁹².

Een bijkomende moeilijkheid was dat vele bepalingen om praktische redenen enkel op buitenbeurstransacties konden toegepast worden⁹³.

De strafbaarstelling is er dan tenslotte toch gekomen. Waarom pas zo laat? Aan voorstellen ontbrak het zeker niet, maar er kwam telkens veel tegenkanting uit beursmiddens en de bedrijven zelf⁹⁴.

(88) WYMEERSCH, E., o.c., 450.

(89) Momenteel is er een specifieke wettelijke regeling inzake misbruik van voorwetenschap in de volgende Europese landen : Denemarken (§39 van de Copenhagen Stock Exchange Act n° 316 van 04/06/1986), Frankrijk (verordening van 28/09/1967), Luxemburg (art.14 van het reglement van de beurs van Luxemburg van 20/11/1987), Nederland (wet van 02/02/1989), Portugal (wet van 1987), Spanje (art.81 van de wet van 28/07/1988), Verenigd Koninkrijk (Companies Act (art.68-73) en Insider Dealing Act 1985), Zweden (Insider Dealing Act 1985) en Zwitserland (wet van 1988).

(90) LEMPEREUR, C., o.c., 15.

(91) Art. 203 Vennootschapswet en art. 311 SW die het misdrijf van agiotage strafbaar stellen.

(92) Art. 111, boek 1, titel V W.Kh.: "Als schuldig aan oplichting wordt beschouwd... hij die, met misbruik van andermans zwakheid of onwetendheid, hetzij openbare fondsen, aandelen,... uitgeeft, verkoopt, koopt of ruilt,... tegen een prijs of onder voorwaarden die klaarblijkelijk buiten verhouding staan tot de werkelijke waarde van die effecten...".

(93) Art.111, boek 1, titel V W.Kh.; ook de leer van wilsgebreken bleek enkel van toepassing op buitenbeurstransacties ; zie WYMEERSCH, E., o.c., 451-454.

(94) WYMEERSCH, E., "Enkele rechtsvergelijkende en transnationale aspecten" in *Misbruik van voorwetenschap*, V.R.P.R. deel 30, Deventer, Kluwer, 1989, 61 ; in afwachting van

3. Overzicht van de verschillende wetsvoorstellen.

In 1978 legden enkele volksvertegenwoordigers een wetsvoorstel neer⁹⁵ dat de Europese Gedragscode betreffende effectenhandel⁹⁶ moest vertalen in het Belgisch recht.

Die Gedragscode legde sterk de nadruk op occasionele informatieverstrekking n.a.v. feiten of beslissingen die een gevoelige invloed op de effectenkoers zouden kunnen hebben (aanvullende bepaling n° 12). Ook het belang van geheimhouding van nog niet publieke informatie werd sterk in de verf gezet (aanv. bep. n° 8). Daarnaast bevatte de Gedragscode ook nog een verbod op insider trading en tipgeving volgens de vaste standaardformule (aanv. bep. n° 9).

Het voorstel is echter ter ziele gegaan door de vroegtijdige ontbinding van het parlement.

Een tweede initiatief lag vervat in het mega-ontwerp tot hervorming van de vennootschapswetgeving van 05/12/1979⁹⁷. Dit ontwerp verplichtte vennootschappen tot occasionele informatieverstrekking (art. 297, § 2) en sanctioneerde het misbruik van voorwetenschap met dezelfde straffen als het misbruik van vertrouwen (art. 402, §§. 2-3).

Dat dit ontwerp niet is aangenomen, was te wijten aan zijn onaanpastheid aan de Europese richtlijnen inzake vennootschapsrecht⁹⁸ die vóór 30 juni 1983 in Belgische wetgeving moesten omgezet zijn.

In 1987 was België nog altijd in gebreke, waarop een veroordeling door het Hof van Justitie volgde⁹⁹. De tijd was dus rijp voor een nieuw

een wettelijke regeling namen bepaalde beroepsgroepen zoals makelaars en journalisten zelf het roer in handen en aanvaardden een morele gedragscode; zie "Protocol misbruik van voorwetenschap door journalisten, Antwerpen, 16 maart 1987"; "Tijd-journalisten en voorwetenschap", *De Tijd*, 21 maart 1987.

(95) Wetsvoorstel betreffende het toezicht op de effectentransacties, *Gedr. St., Kamer*, 1977-78, n° 296/1.

(96) Aanbeveling van 25 juli betreffende een Europese Gedragscode voor effectentransacties, *P.B. L.* nr. 212 van 20 augustus 1977, 37-43.

(97) Wetsontwerp tot wijziging van de gecoördineerde wetten betreffende handelsvennootschappen, *Gedr. St., Kamer*, 1979-80, n° 387/1.

(98) Richtlijn van 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden en de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *P.B. L.*, n° 66 van 16 maart 1979, 21-32; Richtlijn van 17 maart 1980 tot coördinatie van de eisen gesteld aan de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot officiële notering aan een effectenbeurs, *P.B. L.*, n° 100 van 17 maart 1980, 1-10; Richtlijn van 15 februari 1982 betreffende de periodieke informatieverstrekking door vennootschappen waarvan de aandelen tot de officiële notering zijn toegelaten, *P.B. L.*, n° 48 van 20 februari 1982, 26-29.

(99) H.v.J., 12 februari 1987, *C.M.L.R.*, 1988, 146-150.

wetsontwerp ¹⁰⁰. Maar ook deze keer gooide de voortijdige ontbinding van de kamers roet in het eten.

Uiteindelijk lukte het dan toch op 9 maart 1989. Op enkele details na hernam men het ontwerp van 01/04/1987 ¹⁰¹. De wet bevatte zowel een verplichting tot periodieke en occasionele informatieverstrekking (art.7) als een verbod op insider trading (artt. 27 en 28) ¹⁰².

Op 16 september 1989 werd de wet in werking gesteld ¹⁰³ maar het K.B. ter uitvoering van art. 7 heeft nog een vol jaar op zich laten wachten ¹⁰⁴.

Op 13 november 1989 vaardigden de E.G. ook nog hun richtlijn uit tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden. Met de gigawet van 04/12/1990 heeft de Belgische wetgever zich, ruimschoots op tijd ¹⁰⁵ van zijn taak gekweten.

B. DE INFORMATIEVERPLICHTING.

In uitvoering van de Noteringsrichtlijn van 5 maart 1979 ¹⁰⁶ en de Richtlijn inzake periodieke informatieverstrekking van 15 februari 1982, wijzigt art. 7 van de wet van 09/03/1989 art. 107, boek 1, titel V WKH. De bedoeling is de beurskoersen doorzichtiger te maken en het misbruik van voorkennis tegen te gaan.

De tekst bepaalt dat de Koning "de verplichtingen kan vaststellen ten laste van de uitgevende instellingen van tot de officiële notering toegelaten effecten, met name wat betreft de behandeling van de houders en de informatie die hen periodiek moet worden verstrekt, alsook wanneer zich gebeurtenissen of beslissingen voordoen die, zo zij openbaar wer-

(100) Ontwerp van wet tot wijziging van het wetboek van koophandel en van het K.B. n° 185 van 9 juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, *Gedr.St., Senaat*, 1986-87, na 533/1 (hierna wetsontwerp Eyskens-Gol genoemd).

(101) Vermits het ontwerp n° 533 reeds door de Senaat was goedgekeurd, heeft het de kamerontbinding overleefd; zie BOELAERT, S. en VERBANCK, P., "Bespreking van de strafbepalingen op het stuk van insider trading in het wetsontwerp n° 533 - Onderzoek naar de fiscale behandeling van strafrechtelijk betugelde handelingen", *T.R.V.*, 4/1988, 237.

(102) Voor een bespreking van art. 509 quater SW, zie FERON, B. en VAN HERSTRAETEN, O., "L'exploitation abusive d'informations privilégiées : l'introduction en droit belge du délit d'initié, réflexions à la lumière du droit comparé", *J.T.*, 1989, 573-578; BOELAERT, S. en VERBANCK, P., *l.c.*, 237-273.

(103) K.B. van 4 september 1989, *B.S.*, 16 september 1989.

(104) K.B. van 18 september 1990 over de verplichtingen bij toelating van effecten tot de officiële notering aan een openbare fondsen- en wisselbeurs van het Rijk, *B.S.*, 22 september 1990.

(105) Art. 14, § 1 voorziet 1 juni 1992 als streefdatum.

(106) Art. 7 van de Europese Richtlijn van 13 november 1989 herneemt nogmaals de occasionele informatieverplichting.

den gemaakt, de beurskoers op gevoelige wijze zouden beïnvloeden." ¹⁰⁷.

De vennootschappen hebben aldus 3 verplichtingen jegens het publiek in het algemeen en hun aandeelhouders in het bijzonder:

a) een gelijke behandeling verzekeren tussen haar aandeelhouders (zie art.2 §1, art.11 §1 en art.17 §1 KB);

b) periodieke informatie verschaffen in de vorm van een halfjaarlijks verslag over hun bedrijf en hun resultaten (zie art.3 KB);

c) occasionele informatie verstrekken (zie art.4 en art.12 KB).

Het is vooral deze laatste verplichting die ons in het kader van het misbruik van voorwetenschap aanbelangt.

Vooraleer dergelijke informatie ter beschikking van de aandeelhouders te stellen of in het publiek te verspreiden, moet de vennootschap de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (C.B.F.) ¹⁰⁸ hiervan in kennis stellen, binnen de door haar vastgestelde termijnen. Aldus stelt men de C.B.F. in staat om eventueel de bevoegde beursautoriteiten opdracht te geven de notering van het aandeel tijdelijk te schorsen of enige andere maatregel ter bescherming van het publiek te nemen (art. 8, § 1 en § 3 K.B.).

De verplichting om deze informatie vrij te geven ligt bij de Raad van Bestuur die zich een oordeel moet vormen over de verschillende in aanmerking te nemen factoren: de betekenis van de inlichtingen, hun duidelijk en vaststaand karakter, hun mogelijke weerslag op de koers,... ¹⁰⁹. Zij kan echter van oordeel zijn dat dergelijke openbaarmaking het vennootschapsbelang zou kunnen schaden. Daarom bepaalt art. 4, § 1, 2a dat, bij eventuele onverenigbaarheid van het rechtmatig vennootschapsbelang met het recht op informatie bij het publiek, de C.B.F. de vennootschap van de voorgeschreven verplichting kan ontslaan.

Deze ontheffing betreft o.i. echter niet de informatieverstrekking zelf, maar wel de tijd waarbinnen de inlichtingen moeten gepubliceerd worden ¹¹⁰.

Zolang de informatie niet openbaar is gemaakt, moet de vennootschap ervoor waken dat ze niet uitlekt. Door tijdig aangepaste procedures ter geheimhouding in te stellen, zal men kunnen verhinderen dat achteraf

(107) Met opzet heeft de wetgever bij de definiëring van het begrip "occasionele informatie" dezelfde terminologie gebruikt als bij de verbodsbepaling op insider trading, om het verband tussen beide te accentueren.

(108) Sinds 1 januari 1991 is dit de nieuwe benaming voor de Bankcommissie. Deze naamswijziging kadert in de verruiming van de bevoegdheden van de Bankcommissie en in een verschuiving van bevoegdheden van de beurscommissies en de noteringscomités naar de Bankcommissie.

(109) DE TURCK, N., o.c., 42.

(110) Zie ook LEMPEREUR, C., o.c., 35-36.

ongegrunde verdachtmakingen geuit worden. Zo nodig kan de Raad van Bestuur een tussentijds communiqué vrijgeven of vragen om tijdelijk de notering van het aandeel te schorsen ¹¹¹.

Weigert de vennootschap, zelfs op aanmanen van de C.B.F., om het publiek de nodige informatie te verstrekken, dan kan de Commissie als sanctie bekendmaken dat de betrokken vennootschap de verplichtingen die op haar rusten ingevolge toelating van haar effecten tot beursnotering niet nakomt, of ze kan zelf de nodige gegevens publiceren op kosten van de vennootschap (art. 9 § 1-2 K.B.) ¹¹².

De C.B.F. heeft niet de opdracht om op systematische wijze uit te maken welke inlichtingen bekend moeten worden gemaakt. Aangezien zij echter wel de evolutie van de beurskoersen en de omvang van de transacties volgt, is het mogelijk dat zij een ongewone beweging vaststelt. Dan kan zij aan de uitgevende instelling vragen of nieuwe feiten of beslissingen deze beweging kunnen rechtvaardigen en haar verzoeken daarover een communiqué vrij te geven. Als de vennootschap dergelijke informatie niet kan bekendmaken, zal de C.B.F. haar verzoeken om een tussentijds communiqué vrij te geven. Desgevallend kan het noteringscomité de notering van het effect tijdelijk schorsen ¹¹³.

C. DE STRAFRECHTELIJKE BETEUGELING VAN HET MISBRUIK VAN VOORKENNIS.

Onder deze hoofding zullen we het verbod op insider trading bespreken zoals het sinds de gigawet geldt. Vanzelfsprekend dringt zich een toetsing op, enerzijds aan de Europese Richtlijn en anderzijds aan de wet van 9 maart 1989. Om een vergelijking met Frankrijk te vergemakkelijken, zullen we dezelfde systematische indeling hanteren.

1. De ingewijden.

Waar krachtens het oude art. 509 quater Sw. "elkeen die op grond van zijn functie of beroep kennis heeft van informatie..." onder het verbod viel, betekent de nieuwe wet een serieuze uitbreiding van het toepassingsgebied *ratione personae* van de strafbepaling. In het kielzog van de Europese richtlijn worden namelijk ook rechtspersonen en tipontvangers onder het verbod gebracht.

(111) Wetsontwerp Eyskens-Gol, 48.

(112) Indien de vennootschap geen gehoor geeft aan deze bekendmaking kan het noteringscomité beslissen dat het niet mogelijk is voor de effecten van de vennootschap in kwestie nog een correcte markt te waarborgen, en overgaan tot schrapping van de notering; zie Wetsontwerp Eyskens-Gol, 32.

(113) Wetsontwerp Eyskens-Gol, 48.

a) Primaire ingewijden.

"Aan personen die :

1°) op grond van hun hoedanigheid van lid van de bestuurs-, directie- of toezichtsorganen van de emittent,

2°) op grond van hun deelneming in het kapitaal van de emittent,

3°) of omdat zij toegang hebben tot deze informatie in de uitoefening van hun werk, van hun beroep of van hun functies, kennis hebben gekregen van informatie waarvan zij weten of redelijkerwijze moeten weten dat zij bevoorrecht is,..." (art. 182, § 1).

De wetgever volgt hier vrij nauwgezet de definitie die de Europese richtlijn (art. 2, § 1) aan het begrip ingewijde geeft. Enkel waar hij zegt "of redelijkerwijze moeten weten dat zij bevoorrecht is", veroorlooft hij zich een zijsprongetje dat door sommigen fel wordt bekritiseerd ¹¹⁴.

Een belangrijke nieuwigheid van de wet is dat nu ook rechtspersonen zich schuldig kunnen maken aan insider trading (art. 182, § 2). In haast identieke bewoordingen als de Europese richtlijn (art. 2, § 2) zegt de wet dat het verbod mee van toepassing is op de natuurlijke personen die de beslissing om een transactie met voorkennis uit te voeren, mee helpen nemen.

Omwille van didactische redenen wordt wel eens de volgende driedelige opdeling gemaakt : ¹¹⁵

a) de 'echte insiders': bestuurders, vennoten,... die door hun werkzaamheden nauw bij het vennootschapsbeleid betrokken zijn ;

b) de 'quasi insiders': bedrijfsrevisoren, advocaten, personeel,...; zij staan iets verder af van het vennootschapsbeleid ;

c) de 'buitenstaanders': journalisten, financiële analisten, de man van de straat,...

Om als ingewijde van de eerste rang gekwalificeerd te worden is er dus geen enkele rechtstreekse band met de vennootschap vereist. Aan de andere kant is men slechts insider als men de informatie in het kader van zijn beroep of functie heeft verworven.

(114) Ontwerp van wet op de financiële transacties en de financiële markten (hierna Wetsontwerp Maystadt genoemd), amendement na 228, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/4, 5 : "(De traditioneel geldende normen van het strafrecht) stellen dat aan alle inbreuken minstens een algemeen opzet moet ten grondslag liggen die erin bestaat dat bewust is gehandeld met de bedoeling de strafbare daad te plegen."; deze opmerking geldt ook voor de tipontvangers.

(115) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., *l.c.*, 250.

b) Secundaire ingewijden.

"Elkeen buiten de in genoemde artikelen bedoelde personen, die bewust over informatie beschikt waarvan hij weet of redelijkerwijze moet weten dat zij bevoorrecht is en rechtstreeks of onrechtstreeks van een (primaire ingewijde) afkomstig is." (art. 184).

Met deze bepaling is duidelijk tegemoetkomen aan de vereisten van de Europese wetgever om ook de tippee strafbaar te stellen (art. 4). Hiermee is meteen ook een einde gekomen aan de veelvuldige kritiek die op art. 509 quater Sw. werd gespuid ¹¹⁶ omdat de tipontvanger daar een vrijgeleide kreeg.

Samengevat kan men stellen dat de Belgische wetgever onbewust het concept van de kwade trouw heeft geïntroduceerd in de nieuwe omschrijving van het begrip ingewijde ¹¹⁷.

Of ook toevallige informatieverkrijgers door het verbod op insider trading gevisieerd worden, is niet echt duidelijk. De voorbereidende werken van de wet van 9 maart 1989 ¹¹⁸ sloten deze personen expliciet van het toepassingsveld van de wet uit. Zo zouden taxichauffeurs of oibers die toevallig een vertrouwelijk gesprek opvangen geen insiders zijn. Deze stelling kan o.i. niet langer gehandhaafd worden, daar art. 184 ook de ingewijden uit de tweede hand strafbaar stelt. Luidens dit artikel hoeft het niet per se te gaan om personen die uitdrukkelijk getipt zijn, ook het louter "beschikken" over bevoorrechte informatie, waarvan men weet of moet weten dat ze van een primaire ingewijde afkomstig is, maakt iemand tot insider.

2. Bevoorrechte informatie.

"De bij het publiek niet bekende informatie die voldoende duidelijk is en betrekking heeft op één of meer emittenten van effecten of andere financiële instrumenten of op één of meer effecten of andere financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aan-

(116) Art. 509 quater Sw. druiste hierdoor regelrecht in tegen het opzet van de wet, zoals af te leiden uit de memorie van toelichting, om alle partijen op voet van gelijkheid te plaatsen en de wet een voldoende ruim toepassingsgebied ratione personae te geven; zie Wetsontwerp Eyskens-Gol, 32 en 50-51.

(117) Voordien waren al meerdere signalen in die richting uitgezonden, o.a. door PHILIPPE die voorstelde de volgende definitie te hanteren: "toute personne qui sait ou devrait savoir, en effectuant des transactions, qu'elle détient une information déterminante pour l'évolution des cours boursiers, et dont les autres opérateurs n'ont pas connaissance", PHILIPPE, D., "Projet de loi relatif aux initiés en bourse", D.A.O.R., 1986-87, 382.

(118) Ontwerp van wet tot wijziging van het wetboek van koophandel en van het K.B. n° 185 van 9 juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, rapport Cooreman, *Gedr.St., Senaat*, B.Z. 1986-87, 533/2, 36.

zienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van dit (deze) effect(en) of van andere financiële instrumenten" (art. 181).

Het enig verschil met de tekst van art. 509 quater Sw. is dat deze laatste sprak over "**voldoende duidelijke en vaststaande**" informatie.

Het al of niet weglaten van het vaststaand karakter van de informatie heeft het voorwerp uitgemaakt van enkele parlementaire discussies¹¹⁹, maar uiteindelijk heeft men toch gekozen voor de enkelvoudige term "voldoende duidelijk" omdat deze beter zou aansluiten bij het begrip "concrete" informatie van de Europese richtlijn (art. 1, § 1)¹²⁰. Waarschijnlijk ging het enkel om een meningsverschil tussen legisten, want de rechter zal vermoedelijk wel nagaan of de informatie voldoende vaststond om te kunnen spreken van bevoorrechte informatie.

In het wetsontwerp van 1979 was sprake van "feiten en beslissingen" in plaats van "informatie" (art. 402, § 2). Deze termen werden echter te eng bevonden. Een feit is immers, volgens de gangbare terminologie, een gebeurtenis die in het verleden heeft plaatsgevonden; en een beslissing is een voldongen juridische handeling¹²¹. Vooruitzichten zijn dus geen echte feiten, net zo min als onderhandelingen in een ver gevorderd stadium beslissingen zijn. Nochtans zijn ze beide van ongemeen groot belang in de wereld van beurspeculaties.

De rechtsleer maakt het onderscheid, eens te meer van louter academisch belang, tussen bedrijfsinterne en bedrijfsexterne informatie¹²². Met **bedrijfsinterne** informatie wordt bedoeld, informatie die rechtstreeks verbonden is met het beheer van de vennootschap en die door deze moet gepubliceerd worden op grond van haar verplichting tot periodieke of occasionele informatieverstrekking (bv. het ontslag van een bestuurder). **Bedrijfsexterne** informatie behelst dan informatie van algemene economische aard of over de markt zelf (bv. de verhoging van de discontovoet).

België zit hiermee op dezelfde golflengte als Frankrijk. Bepaalde landen eisen echter dat de informatie rechtstreeks verband houdt met de "technische, commerciële en financiële gang van zaken in de onderneming"¹²³.

Bovendien moet het gaan om **koersgevoelige** informatie, d.w.z. informatie die, na publicatie, de gemiddelde belegger als een inlichting beschouwt die op belangrijke wijze de reeds beschikbare informatie wijzigt

(119) Wetsontwerp Maystadt, amendement n° 227, *Gedr. St., Kamer*, 1989-90, 1156/4, 3.

(120) Wetsontwerp Maystadt, verslag, *Gedr. St., Kamer*, 1989-90, 1156/5, 208.

(121) WYMEERSCH, E., *o.c.*, 468-469.

(122) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., *o.c.*, 247.

(123) Zie bv. de Engelse Insider Dealing Act 1985, art. 10.

en hem ertoe aanzet een order te plaatsen in dezelfde zin als de ingewijde. Is dus niet koersgevoelig, alle informatie die geen reactie opwekt bij het publiek en zich omzeggens niet vertaalt in de beurskoers ¹²⁴.

Om te weten of het om een inlichting gaat die de koers gevoelig zal beïnvloeden, moet men zich plaatsen op het ogenblik van de transactie. Als de ingewijde normalerwijze en redelijkerwijze een evolutie van de koers mocht verhoppen in de zin van zijn verrichting, ongeacht de factoren die later zijn tussengekomen, is hij strafbaar ¹²⁵.

Bevoorrechte informatie houdt in dat de informatie nog niet openbaar mag zijn. Dit is een feitenkwestie. De wet biedt hier weinig houvast ¹²⁶.

Zo kan bv. bekendmaking in een gespecialiseerd beleggingsblad met een beperkte oplage niet als publicatie in de zin van de wet verstaan worden. Maar wat te zeggen van de financiële rubriek van het laatavondjournaal van VTM?

Een ander probleem stelt zich m.b.t. de tijdsperiode die het publiek moet gelaten worden om de openbaar gemaakte informatie te verwerken ¹²⁷. M.a.w. hoe lang na de bekendmaking moet gewacht worden vooraleer men beursorders mag doorvoeren? Als criterium wordt soms vooropgesteld dat de informatie in de beurskoers weerspiegeld dient te zijn ¹²⁸. Hiervoor steunt men op de economische theorie dat alle openbaar gemaakte informatie zijn weerslag heeft op de effectenkoers ¹²⁹. Maar wanneer is er juist sprake van een volledige weergave in de beurskoers ¹³⁰?

Op deze punten is de Europese richtlijn even onduidelijk als de Belgische wet. Ze vermeldt evenmin wanneer informatie als openbaar kan

(124) WYMEERSCH, E., o.c., 472.

(125) WYMEERSCH, E., o.c., 471.

(126) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 245.

(127) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 246.

(128) WYMEERSCH, E., o.c., 470.

(129) WYMEERSCH, E., o.c., 470: "*On estime que les marchés de valeurs mobilières sont suffisamment 'efficaces' pour refléter toute l'information qui y est disponible, ce qui implique que la mise à la disposition du public d'un élément d'information donné correspond à l'élimination de l'avantage relatif dont bénéficiait l'initié.*"; zie ook VAN THIENEN, L., o.c., 47-55; RIETKERK, G., o.c., 134-136.

(130) Verschillende studies hebben aangetoond dat insiders er systematisch in slaagden excess-rendementen te verwezenlijken en dat zelfs outsiders nog kleine excess-winsten konden realiseren door snel te reageren op gepubliceerde koersgevoelige informatie. Dit zou wijzen op een eerder trage aanpassing van de markt; zie o.a. JAFFE, J., "Special information and insider trading", *Journal of Business* 47, juli 1974, 410-428; SCHOLLES, M., "The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices", *Journal of Business* 45, april 1972, 179-211.

beschouwd worden, noch hoe lang na publicatie gewacht dient te worden vooraleer men mag handelen.

3. *Verboden handelingen.*

Art. 182 dat de strafbare gedragingen vermeldt, is zowel van toepassing op beurstransacties als op verrichtingen buiten de beurs. Hiermee gaat België verder dan de minimale vereisten van de Europese richtlijn. Art. 2, § 3 van de richtlijn stelt immers dat de lidstaten kunnen bepalen om het verbod niet te laten gelden voor buitenbeursverrichtingen waarbij geen professioneel bemiddelaar optreedt. De ratio legis hierachter zou zijn dat in dergelijke geval de benadeelde tegenpartij zichzelf kan beschermen door privaatrechtelijke rechtsmiddelen ¹³¹.

Grosso modo onderscheidt men twee mogelijke strafbare gedragingen: het aanwenden van de informatie voor eigen doeleinden en de tipgeving. Bij deze laatste onderscheiden we de tipgeving waarbij de informatie zelf wordt prijsgegeven en de tipgeving waarbij enkel een vage hint wordt gegeven.

1°) *"...is het verboden voor eigen rekening of voor rekening van een derde, zowel rechtstreeks als onrechtstreeks, effecten of andere financiële instrumenten waarop deze informatie slaat, te kopen of te verkopen dan wel opdracht te geven om die te kopen of te verkopen"* (art. 182, § 1).

Deze bepaling heeft ongetwijfeld voor de meeste beroering gezorgd tijdens de parlementaire besprekingen. De wetgever wijkt hier namelijk af van een fundamenteel vereiste van de Europese richtlijn, dat nochtans al in art. 509 quater Sw. ingeschreven stond. Voortaan is men, luidens (het stilzwijgen van) de nieuwe tekst strafbaar indien men de transactie heeft uitgevoerd zonder aanwending van de bevoorrechte informatie ¹³². Eenzelfde bepaling treffen we aan in Frankrijk. Nochtans stelt art. 2, § 1 van de Europese richtlijn dat de verrichting moet plaatsvinden "met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap".

Als reactie op deze lacune stelde een eerste amendement voor om het verbod niet te laten spelen "voor personen die kunnen aantonen dat bij de aangeklaagde verrichting geen gebruik werd gemaakt van bevoorrechte informatie" ¹³³. Deze bijschaving van de wet werd van de tafelgeveegd krachtens het algemeen rechtsbeginsel van vermoede onschuld in

(131) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 252.

(132) Wetsontwerp Maystadt, amendement n° 228, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/4, 4.

(133) Wetsontwerp Maystadt, amendement n° 57, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/3.

het strafrecht. De bewijslast mag in geen geval bij de beklaagde liggen ¹³⁴.

Een tweede amendement wilde de wet in overeenstemming brengen met de Europese richtlijn om te vermijden dat een overdreven ruime definitie van de inbreuk elke normale verrichting in hoofde van financiële tussenpersonen en portefeuillemaatschappijen onmogelijk zou maken. Uit hoofde van hun beroepswerkzaamheden bezitten deze of zij immers bevoorrechte informatie ; toch moeten wisselagenten transacties kunnen uitvoeren voor rekening van hun cliënten of moeten holdings het beheer kunnen waarnemen van participaties in het kader van hun industriële en financiële industrie zonder zich dadelijk te bezondigen aan insider trading ¹³⁵. Ook dit amendement heeft de stemming niet overleefd.

Wel bepaalt de memorie van toelichting i.v.m. het verbod op tipgeving dat het feit dat "een **beursmakelaar** die kennis heeft van bevoorrechte informatie zich beperkt tot het uitvoeren van een opdracht, (op zichzelf niet betekent) dat er sprake is van gebruik van deze bevoorrechte informatie" ¹³⁶.

Ten aanzien van de **portefeuillemaatschappijen** zou men een tegemoetkoming kunnen lezen in art. 181, 2°: "*Als bevoorrechte informatie wordt niet beschouwd de informatie waarover de holdingmaatschappijen beschikken n.a.v. de rol die ze spelen in het beheer van maatschappijen waarin ze een aandeel bezitten, op voorwaarde dat het niet gaat om informatie die openbaar moet worden gemaakt krachtens de wettelijke en verordeningsbepalingen betreffende de verplichtingen die voortvloeien uit de toelating van effecten tot de officiële notering aan een Effectenbeurs.*" Volgens sommigen is dit lid, ofwel overbodig omdat de uitzondering enkel speelt t.a.v. informatie die niet moet gepubliceerd worden daar ze niet valt onder de occasionele informatieplicht (wat de algemene regel is), ofwel gevaarlijk omdat het de indruk zou kunnen scheppen dat men hier afwijkt van de minimale verplichtingen van de Europese richtlijn ten gunste van portefeuillemaatschappijen ¹³⁷.

Volgens de auteurs van dit goedgekeurd amendement is dit lid wel degelijk een verzachting op de algemene regel om de holdings toe te laten het normale beheer van hun dochterondernemingen waar te nemen ¹³⁸.

(134) Wetsontwerp Maystadt, verslag, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/5, 209.

(135) Wetsontwerp Maystadt, amendement n° 228, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/4, 4-5 ; in overwegingen 11 en 12 sluit de Europese wetgever immers uitdrukkelijk de normale verrichtingen van een financieel tussenpersoon uit het toepassingsgebied van de richtlijn uit.

(136) Wetsontwerp Maystadt, memorie van toelichting, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/1, 108.

(137) LAMBRECHT, P., *l.c.*, 459.

(138) Wetsontwerp Maystadt, amendement n° 261, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/4.

Een tweede belangrijk verschil met art. 509 quater Sw is dat het bijzonder opzetvereiste is weggefallen. Voortaan moet de bedoeling om winst te maken of verlies te vermijden niet langer aanwezig zijn. Behalve Groot-Brittannië ¹³⁹ was België het enige land waar dergelijk specifiek opzet was vereist.

Wellicht is dit opzet uit de nieuwe beurswet gelicht omdat het een te grote achterpoort zou openzetten voor mogelijke misbruiken en omdat het teveel afweek van de Europese regeling.

2°) "*... is het verboden deze bevoorrechte informatie aan een derde mede te delen, tenzij in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functies; aan een derde, op grond van deze bevoorrechte informatie, aan te bevelen effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen dan wel te laten kopen of verkopen door een derde.*" (art. 183).

Naast de plicht tot onthouding bestaat er voor de ingewijden ook een plicht tot geheimhouding. Art. 183 verbiedt immers de twee vormen van tipgeving die ook in art. 3 van de Europese richtlijn terug te vinden zijn: het tippen van een derde door hem de bevoorrechte informatie zelf mee te delen en de tipgeving die slechts bestaat in het geven van een eenvoudige raad tot het kopen of verkopen van een bepaald effect. Of de tipontvanger de tip effectief gebruikt, doet niet terzake, zodra de ingewijde tipgever maar kon verwachten dat de tippee er gebruik van zou maken.

Deze bepaling lijkt in het bijzonder van toepassing op financiële analisten en al diegenen die beroepshalve informatie vergaren en op grond daarvan hun cliënten raad geven i.v.m. hun beleggingen ¹⁴⁰. Zij mogen zich hiervoor niet baseren op enige voorkennis. Deze zienswijze lijkt des te meer verdedigbaar omdat de uitzondering "tenzij in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functies" enkel van toepassing is als de informatie zelf wordt doorverteld. Dit betekent logischerwijze dat het gemaakte voorbehoud enkel geldt voor personen die door hun beroep of functie min of meer verplicht zijn de bevoorrechte informatie mee te delen ¹⁴¹, wat niet het geval is voor financiële analisten.

(139) Art. 3(1) van de Insider Dealing Act 1985: "*Section 1 and 2 do not prohibit an individual by reason of his having any information from doing any particular thing otherwise than with a view to the making of a profit or the avoidance of a loss (whether for himself or another person) by the use of that information.*"

(140) In de memorie van toelichting van de wet van 9 maart 1989 stond deze categorie van personen nog uitdrukkelijk vermeld; zie Wetsontwerp Eyskens-Gol, 53.

(141) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 250.

Ook hier treft men geen spoor meer aan van het vroegere vereiste van een bijzonder opzet, nl. de derde in staat stellen winst te maken of verlies te vermijden. Door sommigen zal dit betreurd worden, vermits nu ook " (de) bestuurder die achteloos zijn mond voorbijpraat bij de kapper" strafbaar is ¹⁴². Men kan enkel hopen dat dergelijk ongenueanceerd verbod de ingewijden aanmaant tot grotere discretie.

De nieuwe omschrijving van de verboden gedragingen heeft komaf gemaakt met problemen die konden bestaan onder het oude regime. Zo was er de problematiek van de portefeuillebeheerders met discretionaire bevoegdheid ¹⁴³. Zij ontsnapten aan elke toepassing van art. 509 quater Sw. omdat ze niet handelden voor eigen rekening, noch bevoorrechte informatie mededeelden of een aanbeveling gaven op grond van voorkennis. Aan dergelijke onzekerheden is nu een einde gekomen vermits art. 182 ook het handelen voor rekening van derden strafbaar stelt.

4. Welke effecten vallen onder de strafbepaling ?

"1° ... effecten of andere financiële instrumenten die in België zijn opgenomen in de notering aan een Effectenbeurs of worden verhandeld op een andere door de Koning aangewezen markt ;

2° ... effecten of andere financiële instrumenten die zijn toegelaten om te worden verhandeld op een gereglementeerde markt die onder toezicht staat van de door de overheid erkende autoriteiten, regelmatig functioneert, rechtstreeks of onrechtstreeks voor het publiek toegankelijk is en gelegen dan wel werkzaam is in een lidstaat van de Europese Gemeenschappen." (art. 185).

In tegenstelling tot de Europese richtlijn (art. 1, § 2) spreekt art. 185 niet over "effecten", maar over "effecten en andere financiële instrumenten" waarbij deze laatste dan o.a. termijnovereenkomsten, indexovereenkomsten, opties,... omvatten. Dit is echter een zuiver terminologisch onderscheid zonder verder belang ¹⁴⁴.

De voorwaarde van beursnotering staat centraal. Zoals in art. 509 quater Sw. stond vermeld, is het verbod immers toepasselijk op alle effecten ingeschreven op de officiële notering (aandelen, obligaties, inschrijvingsrechten,...) of verhandeld op de bijkomende openbare veilingen (vastgoedcertificaten,...) van een Belgische beurs.

(142) *Ibid.*, 249.

(143) WYMEERSCH, E., o.c., 462 ; de lege ferenda stelde hij voor de delictomschrijving uit te breiden tot "het doorgeven van orders op grond van bevoorrechte informatie" (p. 465).

(144) LAMBRECHT, P., o.c., 459.

Krachtens art. 185 zal het verbod in de toekomst ook gelden voor "een andere door de Koning (georganiseerde en) aangewezen markt".

In navolging van art. 5 van de Europese richtlijn vallen nu ook de handelingen in België m.b.t. waarden die in een andere lidstaat zijn genoteerd onder de verbodsbepaling (art. 185, 2°) ¹⁴⁵.

De belangrijkste nieuwigheid is ongetwijfeld de uitbreiding van het verbod tot de opties. Art. 1, § 2, c van de Europese richtlijn bepaalt *expressis verbis* dat opties in het begrip "effecten" vervat liggen, maar art. 509 quater Sw. sloeg hier geen acht op, met het gevolg dat men "een deur openzette die zodanig groot en breed was dat het verbod niet meer ernstig overkwam" ¹⁴⁶.

5. Sancties.

Hoewel art. 189 enkel spreekt over strafsancties mogen we ook de burgerrechtelijke sancties niet uit het oog verliezen. In een democratische rechtsstaat hoort niet enkel de anonieme beurs schadeloos gesteld te worden, maar moet ook de benadeelde tegenpartij een recht op schadevergoeding kunnen laten gelden. Deze zal echter niet licht toegekend worden omdat de geëigende juridische grondslagen hiervoor ontbreken.

a) Strafsancties.

In het ontwerp van 1979 stonden op misbruik van voorwetenschap dezelfde straffen als op misbruik van vertrouwen: gevangenisstraf van 1 maand tot 5 jaar en/of een geldboete van maximaal 500 fr (art. 402, § 2).

In het ontwerp van 1987 was de maximale geldboete "al" 1000 fr. Deze werd door de wet van 9 maart 1989 nog eens opgetrokken tot 10.000 fr, terwijl de maximale gevangenisstraf werd verlaagd tot 1 jaar. De nieuwe beurswet heeft hieraan enkel geraakt door de minimum gevangenisstraf op 3 maanden te brengen.

Hieruit blijkt duidelijk dat de nadruk op de geldboete is komen te liggen, hoewel deze bij ons nog altijd aanzienlijk lager is dan in de ons omringende landen.

Bovendien kan de rechtbank van koophandel de ingewijde het verbod opleggen nog bepaalde ambten, beroepen of werkzaamheden uit te oefenen (art. 192). Voor bestuurders of wisselagenten die zich schuldig

(145) Zie ook Wetsontwerp Maystadt, memorie van toelichting, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/1, 209.

(146) TIMMERMAN, G., "Ongeoorloofde informatievoorsprong straks taboe, interview met Prof. E. Wymeersch", *Accountancy en Bedrijfskunde*, januari 1988, 2-3.

zouden maken aan misbruik van voorkennis is dit zeker geen geringe sanctie.

Tenslotte bestaat er nog de mogelijkheid om de insider te veroordelen tot betaling van een som die overeenstemt met ten hoogste het drievoudige van de behaalde winst of het vermeden verlies. Deze som komt ten goede aan de Staat. Ook in het buitenland wordt de sanctie van voordeelontneming op het misdrijf van insider trading toegepast ¹⁴⁷. Ook in het Belgisch recht is deze voordeelontneming niet nieuw; ze werd al eerder toegepast in de wet van 22/01/1945 op de economische reglementering en de prijzen. De bedoeling is de insider ervan te weerhouden te speculeren op de nettowinst die hem zou overblijven na de boete ¹⁴⁸. Art. 509 quater Sw. verklaarde deze sanctie enkel toepasselijk op beursverrichtingen. Aan deze ongemotiveerde discriminatie is nu een einde gekomen.

Of België met al deze sancties voldoet aan de Europese richtlijn kan nog tot discussie aanleiding geven. Deze beveelt de lidstaten namelijk aan om voldoende zware straffen op te leggen opdat het verbod op insider trading daadwerkelijk in acht zou genomen worden ¹⁴⁹.

b) Burgerrechtelijke sancties.

Het ontwerp van 1979 bood de tegenpartij van de ingewijde de mogelijkheid om de nietigheid van de verrichting in te roepen (art. 402, § 2). Deze nietigheidssanctie is niet weerhouden in de latere wetteksten omwille van de evidente onmogelijkheid de tegenpartij te identificeren bij transacties ter beurze ¹⁵⁰.

De huidige wet voorziet helemaal geen specifieke burgerrechtelijke sancties meer, wat betekent dat we ons moeten behelpen met het gemeen recht.

Bij voorbaat kunnen we al twee mogelijkheden uitsluiten: enerzijds de nietigheid omwille van dwaling, omdat dwaling omtrent de waarde van de zaak geen wilsgebrek uitmaakt ¹⁵¹, en anderzijds de nietigheid om-

(147) In Nederland valt dit onder het regime van de in 1983 ingevoerde 'algemene vermogenssanctie'; in de Verenigde Staten kent men sinds 1984 de 'civil penalty' (Insider Trading Sanctions Act 1984).

(148) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 253.

(149) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 253; zij vinden alvast dat de Belgische wetgever zware sancties heeft opgelegd.

(150) BOELAERT, S. en VERBANCK, P., o.c., 253.

(151) WYMEERSCH, E., o.c., 454; zie ook DEVOS, D., "Les opérations d'initiés au regard du droit commun belge", *Rev. Banque*, 8/1989, 486, en de door hem aangehaalde rechtspraak in voetnoot 19.

wille van verborgen gebreken omdat de minderwaarde van een effect geen verborgen gebrek is in de zin van de artt. 1641 e.v. B.W. ¹⁵².

Blijven nog over de nietigheid op grond van bedrog in de overeenkomst en de quasi-delictuele aansprakelijkheid. Het probleem hier zal in hoofdzaak de bewijsvoering zijn. Wat het bedrog betreft, moet men kunnen aantonen dat de tegenpartij over koersgevoelige informatie beschikte die ze niet heeft bekendgemaakt ¹⁵³. Maar vermits het Belgisch recht geen algemene verplichting tot spreken kent ¹⁵⁴, moet men bewijzen dat de ingewijde een specifieke spreekplicht heeft miskend ¹⁵⁵. Zo zou men op grond van een "*duty to disclose or abstain*" kunnen argumenteren dat de insider die een transactie heeft uitgevoerd, tekort is geschoten aan de voorafgaande verplichting tot onthulling van zijn bevoorrechte informatie. M.a.w. de miskenning van de plicht tot occasionele informatieversprekking zou als basis kunnen dienen voor een nietigheidsvordering van een effectentransactie, ingeleid op grond van bedrog ¹⁵⁶.

Een andere mogelijkheid zou zijn de insider aan te vallen op grond van art. 1382 B.W. Een eerste probleem hier is het bewijs van de fout. Als meest voorkomende foutgronden citeert de rechtsleer de niet-naleving van een aanbeveling van de Bankcommissie om zich van elke transactie te onthouden ¹⁵⁷ en een veroordeling wegens insider trading, vermits elke strafrechtelijke inbreuk een fout in de zin van art. 1382 B.W. uitmaakt ¹⁵⁸. Moeilijker te bewijzen zijn de schade en het oorzakelijkheidsverband ¹⁵⁹.

Op dit punt gaan we niet dieper in omdat dit zou leiden tot een oeverloze discussie over de pro's en contra's van insider trading. Hierbij

(152) DEVOS, D., "La notion de vices cachés dans la vente d'actions", noot onder Brussel, 20 mei 1987, *R.D.C.*, 1988, 56.

(153) DEVOS, D., *o.c.*, 484.

(154) Zie o.a. WILMS, W., "Het recht op informatie in het verbintenissenrecht", *R.W.*, 1980-81, 490-520.

(155) DEVOS, D., *o.c.*, 484.

(156) DEVOS, D., *o.c.*, 484; hij neemt (het toen nog niet afgeschafte) art. 509 quater Sw. als wettelijke grondslag voor een onthullingsplicht via een *a contrario* redenering.

(157) WYMEERSCH, E., *o.c.*, 453-454; PHILIPPE, D., "Une sanction civile en matière d'exploitation abusive d'informations privilégiées en bourse?", *R.G.A.R.*, 1982, 10430; ook de rechtspraak ondersteunt deze stelling: Kh. Brussel, 31 januari 1980, *J.C.B.*, 1980, 420.

(158) DEVOS, D., *o.c.*, 485.

(159) DE TURCK, N., *o.c.*, 32-33 en 50; bepaalde auteurs stellen dat insider trading een positieve invloed heeft omdat de ingewijde de beurswaarde op gelijke hoogte brengt met de intrinsieke waarde van het effect; zie o.a. NAGELKERKE, J.J., "Wettelijke regeling tegen misbruik van voorwetenschap is niet per se nodig", *Bank- en Effectenbedrijf* n° 3, 1985, 115-119; HERZEL, L. en KATZ, L., "Insider Trading: who loses?", *Lloyds Bank Review*, 1987, 16-17.

komt dan nog dat het voor de rechtzoekende praktisch ondoenbaar is om het bestaan zelf van verrichtingen door insiders aan te tonen ¹⁶⁰.

Twee wegen blijken dus open te staan voor de enkeling die privaatrechtelijk rechtsherstel zoekt. Beide zijn echter bezaaid met talloze oneffenheden, waarvan de voornaamste ongetwijfeld het anoniem karakter van de transacties op de collectieve markten is ¹⁶¹.

6. Opsporing en vervolging.

Krachtens art. 186 en de memorie van toelichting ¹⁶² is de C.B.F. de controleautoriteit inzake misbruik van voorwetenschap. Zij moet toezicht houden op de markt en de transparantie ervan verzekeren. Hiervoor kan ze gebruik maken van de controle- en onderzoeksbevoegdheden die haar door art. 28 van de gigawet worden verleend. Zo kan zij aan de beurscommissies en de financiële bemiddelaars de mededeling van de nodige inlichtingen en documenten vragen ¹⁶³. Hiermee komt België tegemoet aan art. 8 van de Europese richtlijn.

In de ons omringende landen hebben de verschillende beursorganen al langer de wettelijke bevoegdheid om gevallen van insider trading op te sporen. In België had men hiervoor geen enkel specifiek voorschrift en kwam het dus aan het Openbaar Ministerie toe om eventuele inbreuken vast te stellen en te onderzoeken ¹⁶⁴. In praktijk waren het echter wel de beurscommissies die het koersverloop volgden en aan de alarmbel trokken wanneer zich een ongewone ontwikkeling voordeed, omdat zij onmiddellijk bij het beursgebeuren betrokken waren.

Eenmaal blijkt dat er sprake is van misbruik van voorwetenschap, zal het onderzoek verder moeten gebeuren onder auspiciën van het gerecht. De rechtbank of het parket kunnen dan aan de beursinstanties "alle inlichtingen, documenten of stukken vragen die zij nuttig achten voor het onderzoek van het dossier" (art. 187). Bovendien kunnen zij, nog altijd krachtens hetzelfde artikel, ook het advies inwinnen van de C.B.F. Dit advies moet binnen de maand gegeven worden, maar is geenszins bindend. Gezien de specialiteit van het domein en afgaande op vroegere relaties

(160) DEVOS, D., *o.c.*, 485.

(161) In geval van een burgerlijke partijstelling voor de strafrechter wordt men met dezelfde moeilijkheden geconfronteerd; zie DE TURCK, N., *o.c.*, 49.

(162) Wetsontwerp Maystadt, memorie van toelichting, *Gedr.St., Kamer*, 1989-90, 1156/1, 109.

(163) De bemiddelaars moeten hun opdrachtgevers vooraf op de hoogte brengen van het feit dat deze verplichting aan hun tussenkomst verbonden is. Ook de beurscommissies hebben meer uitgebreide bevoegdheden gekregen om hun taak van politieagent naar behoren te kunnen uitoefenen (art. 12 en 13 van de gigawet).

(164) TIMMERMAN, G., *o.c.*, 3.

tussen gerecht en Bankcommissie mag men echter veronderstellen dat aan dergelijk advies het nodige gewicht zal gegeven worden. Het valt enkel te betreuren dat het niet verplicht is gemaakt zoals in Frankrijk.

Om de bestrijding van insider trading op Europees vlak nog efficiënter te maken, bepaalt art. 10 van de richtlijn dat de bevoegde autoriteiten van de verschillende lidstaten moeten samenwerken en elkaar de nodige inlichtingen verstrekken. Hieraan wordt uitvoering gegeven door de artt. 187 en 188 van de gigawet.

BESLUIT.

Na een eerste schuchtere poging in art. 509 quater SW om het misbruik van voorwetenschap strafbaar te stellen, heeft de wetgever op korte tijd de gewenste veranderingen in het verbod doorgevoerd en de Belgische reglementering in overeenstemming met de Europese richtlijn gebracht : schrapping van het bijzonder opzet, strafbaarstelling van rechtspersonen en tippees, verruiming van de onderzoeksbevoegdheden van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen, uitbreiding van het verbod tot opties,... Belangrijk is ook dat dat het gemeen recht niet langer als stoplap dient voor buitenbeursverrichtingen.

Enkele punten blijven echter vatbaar voor verbetering : de omschrijving van het begrip bevoorrechte informatie, de bescherming van de benadeelde tegenpartij,...

Een wet blijft echter maar een wet. Zijn succes hangt deels af van de good-will van de rechterlijke macht om hem toe te passen, deels van zijn impact op de heersende mentaliteit in de samenleving. En zolang *white collar crimes* in Europa veel minder dan in de Verenigde Staten met een gebrek aan burgerzin geassocieerd worden, liggen monsterprocessen zoals dat van Ivan Boesky en Michael Milken nog ver van ons af.

APERCU GENERAL : La réglementation actuelle en matière de délit d'initié aux Etats Unis, en France et en Belgique.

La nouvelle loi du 9 mars 1989 a introduit en Belgique une réglementation en matière de délit d'initié en employant l'article 509 quater du Code Pénal. Ces règles n'ont pas fait long feu car une nouvelle directive européenne a rendu la révision de toute la matière nécessaire. Le tout, les dispositions pénales incluses, est réglé maintenant dans le nouveau titre 5 du Code de Commerce, et fait l'objet d'une étude approfondie dans cette contribution.

L'étude de l'efficacité de notre législation demande une comparaison avec les Etats Unis, où la théorie a déjà été largement appliquée dans la

jurisprudence, et avec la France, qui connaît une plus longue tradition en la matière.

Pour les trois pays les auteurs donnent un aperçu des mesures préventives et recherchent les éléments constitutifs du délit d'initié. Ils expliquent également quels choix de politique financière se cachent derrière ces règles. Les critiques envers les réglementations existantes sont nombreuses et ne manquent pas d'être exposées. En ce qui concerne la réglementation américaine, on n'échappera pas à un nombre de termes techniques qui méritent une explication d'après le sens qui leur a été donné par la jurisprudence.