

DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS EN MATIÈRE D'ABUS DE MARCHÉ

MAXIME BERLINGIN (1)

AVOCAT AU BARREAU DE BRUXELLES (NAUTA DUTILH)
ASSISTANT À L'UNIVERSITÉ SAINT-LOUIS – BRUXELLES

INTRODUCTION

1. **Efficience du marché** - La réglementation financière se doit d'assurer à tous les investisseurs un « accès [égal] à de l'information complète, véridique et à jour relativement aux émetteurs » de manière à éviter ou, à tout le moins, limiter l'asymétrie informationnelle entre ces investisseurs (2). La poursuite de cet objectif implique la mise en place d'un cadre réglementaire bicéphale comprenant, d'une part, des obligations imposant aux émetteurs de divulguer l'information qui les concerne et, d'autre part, des sanctions imposées aux investisseurs qui feraient usage d'informations qui n'ont pas encore été rendues publiques (délict d'initié) ou qui adopteraient des comportements de nature à donner des indications fausses sur des instruments financiers (manipulation de cours).

Une telle réglementation tend à améliorer et/ou maintenir la confiance des investisseurs à l'égard du marché et à favoriser la fixation des prix les plus exacts possible (3). En d'autres termes, le fonctionnement efficient et loyal du marché impose que tous les investisseurs bénéficient de l'assurance de la diffusion de l'information la plus complète en ce qui concerne les émetteurs (4).

(1) L'auteur tient à remercier M^e Pierre De Pauw, avocat au Barreau de Bruxelles, pour sa collaboration à la rédaction de cet article.

(2) E. MACKAY et S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, Paris, Dalloz, 2008, p. 559.

(3) *Ibid.*, pp. 563-564.

(4) Y. De CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 9 ; F. LEFÈVRE, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *Séminaire AEDBF du 17 juin 2011*, p. 4.

(10) Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.*, 12 juin 2014.

cours formulées à l'encontre de la société anciennement dénommée Fortis SA/NV et certains dirigeants de cette société par la FSMA. Cet arrêt devrait se prononcer sur des questions fondamentales en matière d'abus de marché. Il conviendra donc d'y être attentif dès sa très probable publication.

SECTION 1. LE NOUVEAU CADRE RÉGLEMENTAIRE (11)

3. Cadre réglementaire actuel - La matière des abus de marché repose sur une série de textes établis au niveau européen. C'est principalement la Directive Abus de Marché (12) qui retiendra notre attention. Il convient cependant de relever également les textes suivants :

- la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché, en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées ainsi que la définition des manipulations de marché (13) ;
- la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (14) ;
- la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes (15) ;

(11) Cette section reprend en grande partie les développements consacrés au même sujet, dans M. BERLINGIN, « L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délit d'initié) », *Séminaire Vanham et Vanham sur l'information financière*, 28 mai 2015, pp. 5 à 15.

(12) Sur cette directive voy. X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*, pp. 3 et s. ; H. BOLINA, « Market Manipulation and insider dealing in the new Market Abuse Directive (2003/6/EC) », *Eurédia*, 2001-2002/4, pp. 555-576 ; P.-H. CONAC, « Présentation générale de la directive Abus de Marché et de sa mise en œuvre », *Banque & Droit*, 2006, pp. 4-8 ; H. VAN DRIESSCHE, « Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetschap en marktmanipulatie (marktmissbruik) », *T.B.H.*, 2003, pp. 626-628.

(13) *J.O.U.E.*, 24 décembre 2003.

(14) *J.O.U.E.*, 24 décembre 2003.

(15) *J.O.U.E.*, 30 avril 2004.

- le règlement n° 2003/2273 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers (16).

Ces textes ont été transposés en droit belge par le biais de la modification de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (17) (*in fine*, la « Loi du 2 août 2002 ») ainsi que par le biais de l'arrêté royal du 24 août 2005 modifiant, en ce qui concerne les dispositions en matière d'abus de marché, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (18), et de l'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché (19). On mentionnera encore l'arrêté royal du 23 septembre 2008 déterminant certains actes constitutifs d'abus de marché (20).

4. Réforme de la réglementation actuelle - Partant du constat que l'objectif de la Directive Abus de Marché, à savoir contribuer efficacement à la protection des marchés financiers, n'avait pas été atteint, la Commission européenne a adopté le 20 octobre 2011 une proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, ainsi qu'une proposition de directive relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (21). A la suite des mauvaises déclarations de certaines banques sur l'estimation de leurs taux interbancaires (le scandale du LIBOR), ces propositions ont été modifiées par la Commission européenne le 25 juillet 2012 afin d'interdire expressément la manipulation d'indices de référence et d'ériger ce type de manipulation en infraction pénale (22).

(16) *J.O.U.E.*, 23 décembre 2003.

(17) *M.B.*, 4 septembre 2002.

(18) *M.B.*, 9 septembre 2006.

(19) *M.B.*, 10 mars 2006.

(20) *M.B.*, 25 septembre 2008.

(21) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles, 20 octobre 2011, COM(2011/0651 final, 2011/0295 (COD)) ; Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, Bruxelles, 20 octobre 2011, COM(2011/0654 final, 2011/0297 (COD)).

(22) Proposition modifiée de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles, 25 juillet 2012, COM(2012/0421 final, 2011/0295 (COD)) ; Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, Bruxelles, 25 juillet 2012, COM(2012/0420 final, 2011/0297 (COD)).

Le règlement 596/2014 sur les abus de marché⁽²³⁾ (*infra*, le « Règlement 596/2014 ») et la directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché⁽²⁴⁾ (*infra*, la « Directive 2014/57/UE ») ont finalement été adoptés le 16 avril 2014 et publiés au *Journal officiel de l'Union européenne* le 12 juin 2014. Ces textes ont vocation à remplacer la réglementation actuellement en vigueur et abrogent la Directive Abus de Marché ainsi que les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission européenne.

Le Règlement 596/2014 est entré en vigueur le 2 juillet 2014 mais certaines de ses dispositions n'entreront en application qu'à compter du 3 juillet 2016 ou du 3 janvier 2017⁽²⁵⁾. La Directive 2014/57/UE devra quant à elle être transposée par les États membres pour le 3 juillet 2016.

5. Objectifs de la réforme - Les principaux objectifs de cette réforme sont d'adapter la réglementation européenne à l'évolution des marchés et de la technologie, d'instaurer un cadre réglementaire uniforme et de renforcer le caractère dissuasif des sanctions applicables aux abus de marché. L'adoption de ces nouveaux textes s'inscrit dans le cadre de la stratégie établie par la Commission européenne à la suite de la crise financière en vue de renforcer le cadre réglementaire applicable aux services financiers et de garantir l'intégrité des marchés⁽²⁶⁾. Si la nouvelle réglementation n'opère pas, à pro-

(23) Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014.

(24) Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.*, 12 juin 2014.

(25) En vertu de l'article 39 du Règlement 596/2014, certaines dispositions sont applicables depuis le 2 juillet 2014. Ces dispositions visent principalement l'élaboration de normes techniques de réglementation ou d'exécution par l'Autorité européenne des marchés financiers (*infra* l'AEMF), la publication de lignes directrices et l'émission d'orientations par l'AEMF, l'adoption d'actes délégués par la Commission européenne, la notification à l'AEMF par les autorités compétentes des pratiques de marché admises ainsi que la coordination et l'élaboration par l'AEMF d'accords de coopération entre les autorités compétentes et les autorités de surveillance des pays tiers. Les autres dispositions du Règlement 596/2014 entreront en vigueur à compter du 3 juillet 2016, à l'exception des dispositions relatives aux OTF, aux marchés de croissance des PME, aux quotas d'émission ou aux produits mis aux enchères basés sur ces derniers, qui ne s'appliqueront qu'à compter du 3 janvier 2017.

(26) Communication de la Commission au Conseil européen de Printemps, « L'Europe, moteur de la relance », Bruxelles, 4 mars 2009, COM(2009) 114 final ; L. DELAGE, « La nouvelle réglementation des abus de marché », *R.I.S.F.*, 2014/4, p. 52.

prement parler, une réelle révolution de la matière, certains changements importants méritent toutefois d'être examinés.

§ 1. Le Règlement 596/2014 sur les abus de marché

6. Un cadre réglementaire uniforme - S'inscrivant dans la lignée des recommandations formulées dans le rapport du 25 février 2009 du groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union européenne présidé par Jacques de Larosière (*infra*, le « Groupe de Larosière »)⁽²⁷⁾, le Règlement 596/2014 vise principalement à assurer l'intégrité du marché et la confiance des investisseurs dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés, à tenir compte des changements législatifs intervenus depuis l'entrée en vigueur de la Directive Abus de Marché et à adapter la réglementation à l'évolution du marché et aux évolutions technologiques⁽²⁸⁾.

Le choix de recourir à un règlement pour atteindre ces objectifs s'explique par la volonté du législateur européen d'instaurer un cadre réglementaire uniforme, de garantir la clarté des principaux concepts employés et d'éviter l'existence de règles nationales divergentes découlant de la transposition d'une directive. L'instauration de règles minimales communes dans tous les États membres devrait ainsi, selon le législateur européen, notamment permettre d'offrir une plus grande sécurité juridique aux participants au marché, de rendre la réglementation moins complexe et de réduire les distorsions de concurrence entre les États membres⁽²⁹⁾.

Les principaux changements apportés par Règlement 596/2014 résident dans 1) la modification du champ d'application de la réglementation, 2) la modification de la notion d'abus de marché, 3) la réduction des contraintes administratives pour les émetteurs sur les marchés des petites et moyennes entreprises (PME), 4) le renforcement des pouvoirs d'investigation et de coopération des autorités de régulation, 5) l'harmonisation minimale des sanctions administratives, 6) les précisions relatives à la notion d'information privilégiée et 7) la modification du régime de publication de l'information privilégiée et l'uniformisation du contenu des listes d'initiés.

(27) Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 février 2009.

(28) Considérants 2 et 3 du Règlement 596/2014.

(29) Considérants 4 et 5 du Règlement 596/2014.

7. Extension du champ d'application de la réglementation - En raison de l'essor de nouvelles plates-formes de négociation et de l'émergence de nouvelles technologies, telles que le trading à haute fréquence, les régulateurs européens ont rapidement été confrontés à l'apparition de nouveaux types d'abus, inconnus lors de l'adoption de la Directive Abus de Marché. Afin de tenir compte de cette évolution, le champ d'application de la réglementation européenne en matière d'abus de marché a été considérablement élargi et s'étend désormais à la négociation d'instruments financiers admis, ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation, sur des systèmes multilatéraux de négociation (MTF), sur d'autres types de systèmes organisés de négociation (OTF) ou sur des systèmes de négociation de gré à gré (OTC)⁽³⁰⁾.

Le champ d'application du nouveau Règlement 596/2014 s'étend également aux transactions réalisées sur les plates-formes d'échanges agréées en tant que marché réglementé de quotas d'émission de gaz à effet de serre ainsi qu'aux contrats au comptant sur matières premières qui ne sont pas des produits énergétiques de gros, lorsque l'opération visée par ces contrats a, est de nature à avoir ou est destinée à avoir, un effet sur le cours ou la valeur d'un instrument financier⁽³¹⁾.

Par ailleurs, la nouvelle réglementation intègre le phénomène d'automatisation de la négociation des instruments financiers en insérant dans la définition de la notion de manipulation de marché certaines stratégies abusives mises en œuvre grâce au trading algorithmique ou à haute fréquence et qui visent notamment à perturber ou retarder le fonctionnement des plates-formes de négociation ou à surcharger ou déstabiliser les carnets d'ordres⁽³²⁾.

Comme indiqué ci-dessus, le scandale du LIBOR a également conduit le législateur européen à encadrer les comportements liés aux indices de référence⁽³³⁾. Le Règlement 596/2014 interdit désormais la manipulation et la tentative de manipulation d'indices de référence ainsi que la transmission d'informations ou de données fausses ou trompeuses concernant de tels indices. Sont visés par le Règlement 596/2014, tous taux, indices ou chiffres mis à la disposition du

⁽³⁰⁾ Art. 2 et 5 du Règlement 596/2014.

⁽³¹⁾ Art. 2 du Règlement 596/2014.

⁽³²⁾ Art. 12 du Règlement 596/2014.

⁽³³⁾ Considérant 44 du Règlement 596/2014.

public (y compris ceux qui sont accessibles sur internet, gratuitement ou non), qui sont déterminés périodiquement ou régulièrement par application d'une formule ou sur la base de la valeur d'un actif ou prix sous-jacent, tels que les indices de référence CDS, les indices d'indices ou encore les taux interbancaires⁽³⁴⁾.

Notons enfin que la notion d'instrument financier au sens du Règlement 596/2014 a été alignée sur la définition établie à l'article 4, paragraphe 1, point 15, de la directive 2014/65/UE (MiFID II)⁽³⁵⁾.

8. Exclusion de certaines opérations - Le champ des dérogations prévues par le Règlement 596/2014 est également plus large que celui de la Directive Abus de Marché. Outre les dérogations existantes pour les programmes de rachat, les mesures de stabilisation et les activités se rapportant à la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique, le Règlement 596/2014 exclut également de son champ d'application les opérations mises en œuvre dans le cadre de la politique climatique de l'Union européenne, de la politique agricole commune ou de la politique commune de la pêche⁽³⁶⁾.

9. Modification de la notion d'abus de marché - Au sens de la nouvelle réglementation, la notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées. La divulgation illicite d'informations privilégiées fait donc son apparition en tant que catégorie distincte d'abus de marché. En vertu de l'article 10 du Règlement 596/2014, « [...] une divulgation illicite d'informations privilégiées se produit lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions ». Ce type d'abus correspond en réalité à la communication d'une information privilégiée qui était déjà sanctionnée par la Directive Abus de Marché en tant qu'opération d'initié.

La création de cette catégorie distincte d'abus de marché semble devoir être liée, notamment, à la nécessité d'encadrer la pratique

⁽³⁴⁾ Art. 3 et 12 et considérant 44 du Règlement 596/2014.

⁽³⁵⁾ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, 12 juin 2014.

⁽³⁶⁾ Art. 6 du Règlement 596/2014.

des sondages de marché à savoir « [...] la communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions tarifaires attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions [...] » (37). Dans certains cas, la réalisation de tels sondages est susceptible d'entraîner la divulgation d'informations privilégiées (38). Afin d'éviter qu'une telle divulgation ne soit considérée comme illicite, les sondages sont tenus de respecter des règles strictes établies par la nouvelle réglementation (39). À titre exemplatif, les sondages doivent, avant de procéder à la divulgation d'informations privilégiées, obtenir le consentement de la personne visée par le sondage de marché à recevoir de telles informations, l'informer qu'il lui est interdit d'utiliser ces informations pour acquiescer ou céder les instruments financiers concernés et lui indiquer qu'elle a l'obligation de garder ces informations confidentielles (40).

10. Réduction des contraintes administratives pour les PME - Faisant écho à la communication de la Commission européenne du 25 juin 2008, intitulée « Un "Small Business Act" pour l'Europe » (41), la nouvelle réglementation tient compte des spécificités des émetteurs sur les marchés des petites et moyennes entreprises (PME) en réduisant les contraintes administratives auxquelles ces émetteurs sont confrontés. Cette adaptation de la réglementation a notamment pour objectif de faciliter l'accès aux financements à ce type d'émetteurs (42).

L'article 18, paragraphe 6, du Règlement 596/2014 prévoit ainsi une exemption à l'obligation d'établir des listes d'inités pour les émetteurs opérant sur les marchés de croissance des PME, pour autant que ces émetteurs prennent, d'une part, toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que les personnes ayant accès à des informations privilégiées aient connaissance de la réglementation et des sanctions applicables en cas d'abus de marché et puissent, d'autre

(37) Art. 11 du Règlement 596/2014.

(38) Considérant 34 du Règlement 596/2014.

(39) Art. 11 du Règlement 596/2014.

(40) Art. 11 du Règlement 596/2014.

(41) Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, « "Think Small First" : Priorités aux PME - Un "Small Business Act" pour l'Europe », Bruxelles, 25 juin 2008, COM(2008) 394 final.

(42) Considérant 6 du Règlement 596/2014.

part, fournir une liste d'inités lorsque une telle demande émane directement des autorités compétentes.

11. Renforcement des pouvoirs d'investigation et de coopération - La nouvelle réglementation vise également à renforcer les pouvoirs d'investigation des autorités compétentes et à améliorer la coopération entre ces autorités. Ainsi, l'article 23 (e) du Règlement 596/2014 prévoit désormais la possibilité pour les autorités compétentes de pénétrer dans les locaux de personnes physiques et morales afin de saisir des documents et des données s'il existe des raisons de suspecter que ces documents ou données peuvent se révéler importants pour apporter la preuve d'une opération d'initié ou d'une manipulation de marché. Certaines dispositions ont également été ajoutées afin de tenir compte de l'élargissement du champ d'application de la réglementation. Ainsi, s'agissant des instruments dérivés sur matières premières, le Règlement 596/2014 précise que les autorités compétentes ont la possibilité de demander des informations aux participants qui opèrent sur les marchés au comptant liés aux matières premières, d'obtenir des rapports sur des transactions spécifiques et d'avoir un accès direct aux systèmes des opérateurs (43).

Par ailleurs, les articles 24 à 26 du Règlement 596/2014 prévoient un renforcement de la coopération entre les autorités compétentes dans le cadre de leurs activités d'enquête, de contrôle et d'application de la réglementation. L'article 25 du Règlement 596/2014 attribue notamment à l'Autorité européenne des marchés financiers (AE MF) un rôle de facilitateur et de coordinateur pour la coopération et l'échange d'informations entre les autorités compétentes et les autorités de régulation d'autres États membres et de pays tiers. Ainsi, en cas d'abus de marché ayant des répercussions transfrontalières, l'AE MF sera habilitée à coordonner l'enquête si l'une des autorités compétentes concernées le demande (44). En outre, les circonstances dans lesquelles une autorité compétente peut refuser de donner suite à une demande d'information ou à une demande de coopération à une enquête ont été partiellement modifiées. Alors que la Directive Abus de Marché permettait à l'État membre requis de refuser de coopérer lorsque la communication de l'information était susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à

(43) Art. 23 (e) du Règlement 596/2014.

(44) Considérant 67 du Règlement 596/2014.

l'ordre public de l'État membre requis (45), le Règlement 596/2014 ne vise plus que la possible atteinte à la sécurité de l'État membre requis. Par ailleurs, le Règlement 596/2014 prévoit désormais la possibilité pour l'État membre requis de refuser de coopérer lorsque le fait de satisfaire la demande d'information ou de coopération pourrait nuire à sa propre enquête, à ses propres activités répressives ou, le cas échéant, à une enquête pénale (46).

12. Harmonisation minimale des sanctions administratives - Le rapport rendu par le Groupe de Larosière (47) et l'examen réalisé par la Commission européenne dans le cadre de sa communication du 8 décembre 2010, intitulée « Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers » (48), ont mis en exergue la grande disparité existant entre les régimes de sanctions applicables dans les différents États membres. Une telle disparité a notamment pour effet de renforcer les distorsions de concurrence entre les États membres et d'encourager l'arbitrage réglementaire (49). Partant de ce constat, la nouvelle réglementation a pour ambition d'instaurer, grâce à l'applicabilité directe des nouvelles règles, un « régime fort de surveillance, d'enquête et de sanctions » identique dans l'ensemble des États membres (50).

En vertu de l'article 30 du Règlement 596/2014, les États membres doivent faire en sorte que les autorités compétentes disposent, au minimum, du pouvoir d'infliger certaines sanctions administratives non pécuniaires ou pécuniaires. Parmi l'arsenal des sanctions administratives non pécuniaires, le Règlement 596/2014 prévoit notamment l'injonction de mettre fin au comportement litigieux, la restitution de l'avantage indu, l'avertissement public, le retrait ou la suspension de l'agrément ou encore l'interdiction provisoire ou permanente, pour les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes dans des entreprises d'investissement, d'exercer de telles fonctions ou de négocier pour compte propre (51).

(45) Art. 16 de la directive Abus de Marché.

(46) Art. 25 du Règlement 596/2014.

(47) Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 février 2009.

(48) Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions, « Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers », Bruxelles, 8 décembre 2010, COM(2010) 716 final.

(49) L. DELAIGNE, *op. cit.*, p. 55.

(50) Considérant 70 du Règlement 596/2014.

(51) Art. 30, § 2, a) à g), du Règlement 596/2014.

S'agissant des sanctions administratives pécuniaires, le Règlement 596/2014 ne prévoit, à strictement parler, aucun montant minimal (52) mais instaure plusieurs plafonds. De manière générale, les autorités compétentes doivent *a minima* pouvoir imposer des amendes d'un montant maximal d'au moins trois fois le montant de l'avantage retiré de la violation de la réglementation ou des pertes que cette violation a permis d'éviter (53). Des plafonds spécifiques sont également prévus selon le type d'abus de marché et la qualité de la personne ayant commis l'abus. Ainsi, en cas d'opération d'initié, de divulgation illicite d'informations privilégiées ou de manipulation de marché, le montant maximal des amendes pouvant être infligées doit être d'au moins 5 millions d'euros lorsque l'abus est commis par une personne physique et d'au moins 15 millions d'euros ou de 15 % du chiffre d'affaires annuel total (54) lorsque l'abus est commis par une personne morale (55). En cas de manquement à une obligation en matière de prévention et de détection des abus de marché ou en matière de publication d'informations privilégiées, l'amende maximale doit être d'au moins 1 million d'euros pour les personnes physiques et d'au moins 2,5 millions d'euros ou de 2 % du chiffre d'affaires annuel total (56) pour les personnes morales (57). Enfin, en cas de manquement aux obligations en matière de listes d'initiés, de transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et des règles en matière de recommandations d'investissement et de statistiques, l'amende maximale doit être d'au moins 500 000 euros pour les personnes physiques et d'au moins 1 million d'euros pour les personnes morales (58).

Le considérant 71 du Règlement 596/2014 indique par ailleurs que « [l]e présent règlement ne limite pas la faculté des États membres de prévoir des sanctions administratives plus élevées ou d'autres mesures administratives ».

(52) Sauf en cas de coopération de la personne responsable de la violation avec l'autorité compétente (art. 31, § 1, e), du Règlement 596/2014) dès lors que cette coopération constitue une circonstance atténuante « sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution des gains obtenus ou des pertes évitées par cette personne ».

(53) Art. 30, § 2, h), du Règlement 596/2014.

(54) Tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction de l'entreprise.

(55) Art. 30, § 2, i) et j) i), du Règlement 596/2014.

(56) Tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction de l'entreprise.

(57) Art. 30, § 2, i) ii), et j) ii), du Règlement 596/2014.

(58) Art. 30, § 2, i) iii), et j) iii), du Règlement 596/2014.

Au moment de déterminer le type et le niveau des sanctions administratives, les autorités compétentes doivent notamment tenir compte du degré de responsabilité, de l'assise financière, du degré de coopération et des violations commises précédemment par la personne responsable de l'abus de marché (59).

Afin de renforcer l'effet dissuasif des sanctions, l'article 34 du Règlement 596/2014 consacre la méthode du *naming and shaming* et indique que lorsque la décision infligeant une sanction est publiée, celle-ci doit au moins indiquer le type et la nature de la violation ainsi que l'identité de la personne concernée. Toutefois, cette publication pourra être anonyme si elle est de nature à causer un préjudice disproportionné aux personnes concernées ou met en péril la stabilité des marchés financiers ou une enquête en cours (60).

13. Précisions relatives à la notion d'information privilégiée - Le Règlement 596/2014 entend renforcer la sécurité juridique pour les participants au marché en affinant la notion d'information privilégiée (61). Si, de manière générale, la définition de l'information privilégiée reste identique, deux éléments essentiels de cette définition, à savoir le caractère précis de l'information et son impact anticipé (sensibilité de l'information), sont désormais définis dans le Règlement 596/2014 (62). Par ailleurs, à la suite de l'extension du champ d'application de la réglementation, des définitions particulières de l'information privilégiée ont été insérées pour les instruments dérivés sur matières premières ainsi que pour les quotas d'émission de gaz à effet de serre ou les produits mis aux enchères basés sur ces derniers (63).

En outre, comme l'avait relevé la Cour de justice de l'Union européenne dans l'affaire *Geltl* (64) dont il sera question ci-dessous, le Règlement 596/2014 précise désormais qu'une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux

(59) Art. 31, du Règlement 596/2014.

(60) Art. 34 du Règlement 596/2014 et considérant 73 du Règlement 596/2014.

(61) Considérant 18 du Règlement 596/2014.

(62) Art. 7, § 2, et 7, § 4, du Règlement 596/2014.

(63) Art. 7 du Règlement 596/2014. Auparavant, ces définitions étaient prévues par une directive d'application (Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées ainsi que la définition des manipulations de marché).

(64) CJUE, 28 juin 2012, *J.O.U.E.*, C 258, 25 août 2012 ; voy. égal. la note de B. FERON et M. BERLINGIN, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geld* de la CJUE du 28 juin 2012 », *D.B.F.*, 2013/1, p. 57.

critères relatifs à l'information privilégiée (65). Le considérant 17 du Règlement 596/2014 précise à cet égard que :

« Les informations relatives à un événement ou à un ensemble de circonstances constituant une étape intermédiaire dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes peuvent, par exemple, porter sur l'état d'avancement des négociations des contrats, les modalités temporairement acceptées dans le cadre de celles-ci, la possibilité de placement des instruments financiers, les futures conditions de commercialisation des instruments financiers, les modalités temporaires relatives au placement d'instruments financiers, ou l'examen de l'inclusion d'un instrument financier dans un indice important ou la suppression d'un instrument financier d'un tel indice ».

14. Interdiction de l'incitation - Nous relevions dans un texte précédent (66) que le prescrit de l'article 25, paragraphe 1^{er}, 7^o, de la Loi du 2 août 2002 posait de sérieuses questions quant à sa conformité avec la Directive Abus de Marché. Cette disposition interdit à un initié d'inciter une ou plusieurs autres personnes à commettre des actes qui, s'il les commettait lui-même, seraient interdits en vertu de l'article 25, paragraphe 1^{er}, 1^o.

Contrairement à l'interdiction de recommander à un tiers d'acquiescer ou de céder, ou de faire acquiescer ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers sur lesquels porte l'information, cette interdiction ne requiert pas l'utilisation de l'information privilégiée et donc l'établissement d'un lien de causalité (67). Il devrait donc être plus facile pour l'autorité poursuivante d'établir l'existence d'une infraction sur la base d'une simple incitation (art. 25, § 1^{er}, 7^o) que sur la base d'une recommandation interdite (art. 25, § 1^{er}, 1^o, c).

Dependant, cette interdiction n'est pas prévue par la Directive Abus de Marché ; or, la Directive Abus de Marché ne vise pas à dégauger des normes minimales mais bien à atteindre un marché intégré de sorte qu'elle n'a pas donné la possibilité aux États membres de fixer des dispositions plus rigoureuses. La Commission a même insisté sur la nécessité d'éviter les disparités entre États membres (68).

(65) Art. 7, § 3, du Règlement 596/2014 et considérant 16 du Règlement 596/2014.

(66) M. BERLINGIN, « L'utilisation abusive d'informations privilégiées (définition) », *op. cit.*, pp. 53-54 ; B. FERON et M. BERLINGIN, « Les abus de marché », *op. cit.*, p. 45.

(67) En ce sens égal., M. WAUTERS, « Handel met voorkennis en marktmnipulatie. Het nieuwe recht toegestaan », *NOAB*, Permanente vorming, 1^{er} septembre 2005, p. 36.

(68) P.-A. FORNIERS et C. TUBERF, *op. cit.*, pp. 8-13.

En outre, cette disposition permettrait de contourner le prescrit de la Directive Abus de Marché en cas de recommandation en retenant l'existence d'une infraction, en raison d'une simple incitation, sans que l'autorité poursuivante ne doive établir un lien de causalité. À nouveau, cela pose un problème quant à la transposition de la Directive Abus de Marché.

Ces remarques ne sont cependant plus d'actualité dans la mesure où l'article 8 du Règlement 596/2014 et l'article 6 de la Directive 2014/57/UE indiquent désormais expressément que l'incitation à commettre un abus de marché constitue une infraction.

Quoi qu'il en soit, l'autorité poursuivante devra prouver l'existence d'une incitation à savoir, si l'on se réfère à la signification commune de la notion d'incitation qui n'a pas été définie par les travaux préparatoires, « Pousser vivement quelqu'un à quelque chose » (69). Il ne sera à cet égard pas acceptable de se baser sur de simples suppositions déduites du fait que si la personne prétendument incitée a acquis ou vendu des titres, c'est qu'elle a forcément été incitée (70).

15. Modification du régime de publication de l'information privilégiée et uniformisation du contenu des listes d'initiés - La nouvelle réglementation ne modifie pas, en tant que telle, les obligations incombant aux émetteurs en matière de publication de l'information privilégiée, ni les conditions devant être satisfaites pour diffuser la publication d'une telle information. L'article 17 du Règlement 596/2014 apporte toutefois une modification au régime de la divulgation différée. Alors que la Directive Abus de Marché permettait aux États membres d'exiger que les émetteurs informent sans délai l'autorité compétente de la décision de diffuser la publication d'une information privilégiée (information *a priori*) (71), l'article 17 du Règlement 596/2014 prévoit désormais que lorsqu'un émetteur ou un participant au marché des quotas d'émission a décidé de diffuser la publication d'une information privilégiée, il est tenu d'informer par écrit l'autorité compétente de la décision de diffuser immédiatement après la publication de cette information

(69) *Petit Larousse* en ligne, <http://www.larousse.com/en/dictionaries/french/inciter>.

(70) M. BERLINGUIN, « L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délit d'initié) », *op. cit.*, pp. 53-54 ; B. FERON et M. BERLINGUIN, *op. cit.*, p. 45.

(71) Art. 6, § 2, de la Directive Abus de Marché.

(information *a posteriori*). Ce régime ne s'applique toutefois pas aux établissements de crédit ni aux établissements financiers qui sont tenus d'obtenir l'accord préalable de l'autorité compétente afin de pouvoir diffuser la publication d'une information privilégiée (72).

Par ailleurs, l'article 18 du Règlement 596/2014 prévoit une uniformisation des champs de données devant être complétés afin d'établir les listes d'initiés. La suppression des divergences nationales concernant les données à inclure dans ces listes vise, d'une part, à faciliter le travail des autorités compétentes et, d'autre part, à diminuer les contraintes administratives imposées aux émetteurs (73).

§ 2. La Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché

16. Renforcement de l'effet dissuasif de la réglementation - L'adoption de la Directive 2014/57/UE résulte d'un constat posé par le Groupe de Larosière, qui met en exergue la faiblesse et l'hétérogénéité des régimes actuels de sanctions des États membres en matière d'abus de marché (74). Afin de remédier à cette situation, le législateur européen a décidé d'adopter de véritables sanctions pénales marquant une désapprobation sociale plus importante que les sanctions administratives (75). En effet, des condamnations pénales, qui font généralement l'objet d'une large couverture dans les médias, contribueraient à accroître la dissuasion en montrant aux auteurs potentiels que les autorités prennent des mesures importantes pour donner lieu à des peines d'emprisonnement ou à d'autres sanctions pénales, ainsi qu'à la constitution d'un casier judiciaire (76).

Les principaux apports de la Directive 2014/57/UE résident, d'une part, dans l'établissement de règles minimales communes dans tous les États membres et, d'autre part, dans l'amélioration des méthodes d'enquête et le renforcement de la coopération entre les autorités répressives, tant au niveau national qu'au niveau européen.

Notons par ailleurs que la Directive 2014/57/UE a été adoptée sur la base de l'article 83(2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union

(72) Art. 17, § 5, du Règlement 596/2014.

(73) Considérant 56 du Règlement 596/2014.

(74) Considérant 3 de la Directive 2014/57/UE ; Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 février 2009.

(75) Considérant 6 de la Directive 2014/57/UE.

(76) B. FERON et M. BERLINGUIN, « Les abus de marché », *op. cit.*, 18 octobre 2012, p. 6.

européenne⁽⁷⁷⁾. Cette disposition permet à l'Union européenne d'établir, par le biais de directives, des règles minimales relatives à la définition des infractions pénales et des sanctions dans les domaines ayant fait l'objet de mesures d'harmonisation.

17. Établissement de règles minimales - L'un des principaux objectifs de la Directive 2014/57/UE est de fixer des règles minimales communes dans tous les États membres concernant les définitions des infractions pénales, le principe de la responsabilité des personnes morales et les sanctions appropriées en cas d'abus de marché. L'établissement de ces règles minimales vise, notamment, à empêcher les auteurs d'abus de marché de pouvoir bénéficier de l'existence de régimes plus souples dans certains États membres.

Les articles 3, 4 et 5 de la Directive 2014/57/UE intègrent des définitions européennes communes pour les infractions constituant un abus de marché, à savoir l'opération d'initié, la divulgation illicite d'informations privilégiées, et les manipulations de marché. Ces dispositions prévoient également l'obligation pour les États membres d'adopter des sanctions pénales lorsque ces infractions sont commises intentionnellement et sont d'une certaine gravité. Les considérants 11 et 12 de la Directive 2014/57/UE indiquent à cet égard que :

« Aux fins de la présente directive, les opérations d'initié et la divulgation illicite d'informations privilégiées devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou la valeur globale des instruments financiers négociés sont élevés. Les autres circonstances dont il peut être tenu compte sont, par exemple, lorsqu'une infraction a été commise dans le cadre d'une organisation criminelle ou lorsque la personne a commis une infraction similaire dans le passé.

Aux fins de la présente directive, les manipulations de marché devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou de la modification apportée à la valeur de l'instrument financier ou au contrat au comptant sur matières premières ou au montant des fonds utilisés à l'origine sont élevés ou que la manipulation est effectuée par une personne employée ou travaillant dans le secteur financier ou au sein d'une autorité de surveillance ou de réglementation ».

L'article 7 de la Directive 2014/57/UE met en place un régime commun de sanctions pénales applicables aux personnes physiques.

⁽⁷⁷⁾ Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée), J.O.U.E., 26 octobre 2012.

Le texte prévoit ainsi des peines d'emprisonnement maximales d'au moins quatre ans pour les opérations d'initié et les manipulations de marché, et d'au moins deux ans en cas de divulgation illicite d'informations privilégiées. Les articles 8 et 9 de la Directive 2014/57/UE consacrent par ailleurs la responsabilité des personnes morales en cas d'abus de marché commis pour leur compte, par toute personne exerçant une fonction dirigeante au sein de la personne morale et agissant soit individuellement, soit en tant que membre d'un organe de la personne morale. En vertu de ces dispositions, les États membres sont, notamment, tenus d'adopter les mesures nécessaires pour que les personnes morales soient passibles de sanctions « effectives, proportionnées et dissuasives » incluant des amendes pénales ou non pénales, ainsi que d'autres sanctions, telles que l'exclusion du bénéfice d'un avantage ou d'une aide publique ou encore l'interdiction temporaire ou définitive d'exercer une activité commerciale⁽⁷⁸⁾. Enfin, l'article 6 de la Directive 2014/57/UE indique que l'incitation à commettre un abus de marché, la complicité et la tentative doivent également pouvoir faire l'objet de sanctions pénales.

Notons par ailleurs que le considérant 20 de la Directive 2014/57/UE précise expressément que les États membres restent libres d'adopter ou de maintenir des règles pénales plus strictes que celles envisagées par le nouveau texte.

18. Amélioration des méthodes d'enquête et renforcement de la coopération - L'existence de règles minimales communes en matière pénale vise également à améliorer la mise en œuvre des méthodes d'enquête et à renforcer la coopération entre les autorités compétentes⁽⁷⁹⁾. La Directive 2014/57/UE instaure par ailleurs l'obligation pour les États membres de veiller à la formation adéquate des membres des autorités judiciaires et répressives en charge de la répression des abus de marché⁽⁸⁰⁾.

Finalement, les États membres doivent également adopter les mesures nécessaires afin d'établir leur compétence lorsqu'un abus de marché est commis en tout ou en partie sur leur territoire ou lorsque l'auteur de cet abus est l'un de leurs ressortissants⁽⁸¹⁾.

⁽⁷⁸⁾ Art. 9 de la Directive 2014/57/UE.

⁽⁷⁹⁾ Considérants 19 et 26 de la Directive 2014/57/UE.

⁽⁸⁰⁾ Art. 11 de la Directive 2014/57/UE.

⁽⁸¹⁾ Art. 10 de la Directive 2014/57/UE.

§ 3. L'impact de la nouvelle réglementation européenne sur la législation belge en vigueur

19. Un impact limité - Les nouvelles règles contenues dans le Règlement 596/2014 et dans la Directive 2014/57/UE ont été en partie anticipées par le législateur belge, de telle sorte que l'impact de la nouvelle réglementation européenne sur le cadre juridique belge en matière d'abus de marché est relativement limité.

S'agissant du champ d'application de la législation belge, l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation (82) a d'ores et déjà étendu l'application de la législation belge aux instruments financiers admis à la négociation sur le Marché Libre, Alternext, Easynext et Trading Facility (83). De même, la loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers (84) a élargi l'interdiction de manipulation de marché afin d'englober la manipulation d'indices de référence, tels que le LIBOR et l'EURIBOR (85).

Concernant les matières premières, la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses (86) a inséré un nouveau paragraphe à l'article 25 de la Loi du 2 août 2002 afin d'interdire la spéculation sur les denrées alimentaires (87). Cette nouvelle disposition interdit désormais à toute personne de fournir des informations ou des données fausses ou trompeuses ou de se livrer à tout autre acte constituant une manipulation du prix d'une denrée alimentaire (88). Notons par ailleurs que l'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002 prévoit également déjà une définition spécifique de la notion d'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base.

(82) Arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation, *M.B.*, 27 août 2008.

(83) Art. 10 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation, *M.B.*, 27 août 2008.

(84) Loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 30 août 2013.

(85) Art. 18 de la loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 30 août 2013 ; art. 25, § 5, de la Loi du 2 août 2002.

(86) Loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses, *M.B.*, 7 mai 2014.

(87) Art. 108 de la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses, *M.B.*, 7 mai 2014.

(88) Art. 25, § 6, de la Loi du 2 août 2002.

Enfin, en ce qui concerne le régime des sanctions applicables aux abus de marché, la législation belge prévoit déjà la possibilité d'infliger des sanctions administratives et pénales dans le chef des personnes physiques et des personnes morales. Lors de la transposition de la Directive 2014/57/UE, la législation belge devra toutefois être adaptée afin de tenir compte des dispositions qui définissent les niveaux de peines et les champs d'application des interdictions pénales (89). De même, bien que le Règlement 596/2014 soit directement applicable, le volet administratif du droit belge devra également être légèrement adapté afin de tenir compte des nouvelles dispositions (90).

20. Les principales nouveautés au regard du droit belge - Les principaux changements introduits par la nouvelle réglementation européenne en droit belge concernent l'extension du champ d'application de cette dernière aux transactions réalisées sur les plateformes d'enchères agréées en tant que marché réglementé de quotas d'émission de gaz à effet de serre, la prise en compte de l'évolution des technologies, l'insertion de nouvelles dérogations afin de tenir compte des politiques de l'Union européenne en matière de climat, d'agriculture et de pêche, la réduction des contraintes administratives pour les PME, le renforcement des pouvoirs d'investigation et de coopération des autorités, la modification du régime de publication de l'information privilégiée et l'uniformisation du contenu des listes d'initiés (*cf. supra*).

SECTION 2. JURISPRUDENCE DE LA COUR DE JUSTICE DE L'UNION EUROPÉENNE RELATIVEMENT À LA NOTION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

21. Introduction - La Cour de justice de l'Union européenne a rendu deux arrêts, en date des 28 juin 2012 (Geltl) et 11 mars 2015 (Lafonta), qui ont substantiellement modifié la compréhension qu'il convient d'avoir de la notion d'information privilégiée.

Nous allons, au travers des lignes qui suivent, brièvement définir cette notion centrale dans la législation relative aux abus de marché, tant dans son volet préventif que dans son volet répressif. C'est plus

(89) Commission des Finances et du Budget, *Compte Rendu Intégral*, Ch., 25 février 2014, CRIV 53 COM 936, pp. 4-5.

(90) *Ibid.*

particulièrement sur l'une des composantes de la définition de l'information privilégiée que nous allons nous attarder, à savoir le caractère précis de l'information. Les décisions précitées de la Cour de justice de l'Union européenne ont en effet été rendues sur questions préjudicielles, précisément en vue d'éclaircir cette notion délicate de « précision » de l'information. Le résultat est loin d'être atteint.

§ 1. La notion d'information privilégiée

a) Définition

22. Définition - L'information privilégiée est définie à l'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002 et n'a pas été modifiée par le Règlement 596/2014 (art. 7).

Suivant cette disposition, la notion d'information privilégiée vise :

« toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

L'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002 fournit par ailleurs des définitions distinctes lorsque l'information porte sur des instruments financiers dérivés sur produits de base et lorsque l'on est en présence de personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers.

23. Quatre conditions - Il ressort de la définition précitée que quatre conditions doivent être remplies pour que l'on soit en présence d'une information privilégiée au sens de l'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002. Cette information doit :

- ne pas avoir été rendue publique ;
- avoir un caractère précis ;
- concerner directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers ;
- être susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui lui sont liés.

Comme indiqué ci-dessus, c'est plus particulièrement la condition relative au caractère précis de l'information que nous allons étudier (91) à la suite de deux arrêts rendus par la Cour de justice de l'Union européenne, à savoir l'arrêt *Geltl* du 28 juin 2012 et l'arrêt *Lafonta* du 11 mars 2015.

b) Condition relative au caractère précis de l'information (92)

1° Principes

24. Notion de précision - L'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002 définit ce qu'il convient d'entendre par « caractère précis » dans les termes suivants :

« L'information [...] est réputée "à caractère précis" si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou sur celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

Cette définition est issue de la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la Directive Abus de Marché en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées ainsi que la définition des manipulations de marché (93) et est reprise à l'article 7, paragraphe 2, du Règlement 596/2014.

25. Appréciation du caractère précis de l'information - L'évaluation du caractère précis de l'information, tel que défini ci-dessus, implique la réalisation de deux tests : 1) le test de matérialité et 2) le test de spécificité (94).

(91) Pour une étude approfondie des autres conditions, voy. not. M. BERLINGIN, « L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délit d'initié) », *Séminaire Vanham et Vanham sur l'information financière*, 28 mai 2015, pp. 19 et s.

(92) B. FERON et M. BERLINGIN, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 28 juin 2012 », *D.B.F.*, 2013/1. Voy. égal. E. VANDENDRIESSCHE, « De (ruïne) interpretatie van het concept "voorwettenschap" door het Europees Hof van Justitie in het *Geltl*-arrest - De vereiste graad van nauwkeurigheid van koersgegevens informatie in een in de tijd gespreid proces », *R.D.C.*, 2013, pp. 179-188.

(93) *J.O.U.E.*, 24 décembre 2003.

(94) B. FERON et M. BERLINGIN, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 28 juin 2012 », *op. cit.*, p. 59 ; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*, pp. 9-11 ; B. FERON et M.-L. DE LIEBER, « Les abus de marchés : Aspects pénaux et administratifs »,

Notons d'emblée que lors d'une éventuelle évaluation *a posteriori* du caractère précis d'une information, en réalisant les deux tests précités, il y aura lieu de se limiter strictement à une analyse *ex ante*, sur la base des informations disponibles à l'époque. Il ne pourrait en effet être fait état d'événements qui sont survenus par la suite pour conclure à un éventuel non-respect des obligations qui s'imposent en présence d'une information privilégiée. Les recommandations du CESR (95) le précisent d'ailleurs expressément en relevant que « *the key issue is whether it is reasonable to draw this conclusion based on the ex ante information available at the time* » (96). Ce point est tout à fait essentiel et implique donc de reconstituer l'histoire de manière objective mais sur la seule base des éléments connus à l'époque. Dans ce sens également, le considérant 1 de la directive 2003/124 de la Commission du 22 décembre 2003 précise que :

« Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations dont ils disposent déjà ("informations disponibles *ex ante*"). En conséquence, la question de savoir si un investisseur raisonnable serait susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information donnée doit être appréciée sur la base des informations disponibles *ex ante* [...] » (97).

Le Règlement 596/2014 reprend également cette exigence en son considérant 14.

2° Test de matérialité

26. Test de matérialité - Le caractère précis de l'information implique tout d'abord que l'information revête un certain degré de matérialité.

Cela ne pose pas de réelle difficulté lorsque l'information porte sur un événement qui s'est déjà produit. Dans ce cas, les recommandations du CESR précisent qu'il y a lieu d'avoir égard à des faits dont l'existence est objectivement établie, à l'inverse des rumeurs et de

op. cit., p. 164 ; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT et Ph. MALHERBE, *op. cit.*, p. 1448 ; D. DEVOS, « Les opérations d'inités en droit positif belge », *op. cit.*, pp. 459-460.

(95) Le Committee of European Securities Regulators (CESR) est devenu l'European Securities and Markets Authorities (ESMA) ou, en français, Autorité européenne des marchés financiers (AE MF) depuis le 1^{er} janvier 2011. Nous continuons cependant à utiliser la dénomination « CESR », applicable au moment des recommandations auxquelles il est fait référence.

(96) Market Abuse Directive - Level 3 - Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562 b, n° 1.5.

(97) Nous soulignons.

la simple conjecture (98). On notera cependant à cet égard que si la rumeur porte sur une information privilégiée, l'émetteur ne pourra se contenter de ne pas réagir et devra communiquer l'information au marché (99).

La détermination du caractère matériel d'une information qui porte sur des faits ou un événement à venir est plus délicate. Les recommandations du CESR ne sont, dans cette hypothèse, pas d'une grande aide. La doctrine enseigne quant à elle que pour revêtir un niveau de matérialité suffisant, une telle information impliquera l'existence d'un élément tangible ou d'un événement ayant une probabilité significative (100) d'intervenir dans le futur, « un degré suffisant de certitude quant à la réalisation du projet envisagé » (101). La doctrine néerlandophone vise « *een situatie of gebeurtenis die reeds bestaat of naar alle verwachting in de toekomst zal bestaan [...]. Potentiële situaties of gebeurtenissen komen pas in aanmerking zodra men mag aannemen dat zij zich ook daadwerkelijk zullen realiseren. De verwijzing naar een bestaande of redelijkverwacht te verwachten situatie of gebeurtenis impliceert derhalve dat de informatie betrekking moet hebben op een voldoende zekere aangelegenheid* » (102). Un degré suffisant de certitude est dès lors nécessaire (103).

Une telle exigence se retrouve également dans les travaux préparatoires de la Directive Abus de Marché. En effet, la position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 14 mars 2002 en vue de l'adoption de la Directive Abus de Marché (104) définit

(98) CESR, Market Abuse Directive - Level 3 - preliminary CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR/04/505, n° 4.1 ; Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562b, n° 1.5. Voy. égal. Chr. EVERS, B. FERON, B. MALVAUX, Th. PARTSCH, B. TAEVERNIER, P. TYTGAT, *Le reachat d'actions propres, Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Waterloo, Kluwer, 2001, n° 197, p. 129. Pour une application récente, voir la décision du 3 juillet 2014 de la Commission des sanctions de la FSMA, disponible sur www.fsma.be.

(99) CESR, Market Abuse Directive. Level 3 - Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 15 mai 2009, CESR/09/219, Section 4.1.

(100) B. FERON et P.-P. DU CHATELLET, « Les délits de marchés », *Traité pratique de droit commercial*, t. V, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 265.

(101) Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 350.

(102) M. WAUTERS, « Handel met voorkennis en marktmnipulatie. Het nieuwe recht toegepast », *Permanente Vorming 1 september 2005*, p. 9 ; K. GEENS et M. WAUTERS, *op. cit.*, p. 393.

(103) Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 350.

(104) Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 14 mars 2002 en vue de l'adoption de la directive 2002/.../CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'inités et les manipulations de marché (abus de marché) (COM(2001) 281 - C5-0262/2001 - 2001/0118(COD)), art. 1.1, b).

l'information à caractère précis comme « un élément tangible ou un événement ayant une probabilité significative d'intervenir dans le futur » (105). La probabilité d'un événement à venir doit donc être, selon ce texte, « significative » c'est-à-dire nettement marquée (106). Cette définition a cependant été supprimée du texte de la Directive Abus de Marché, le Conseil ayant estimé qu'elle pourrait restreindre la portée de ce texte. Cette définition n'en est pas moins éclairante de la volonté du législateur européen quant aux contours de la notion de « caractère précis ». Par ailleurs, le Conseil a également précisé que toute clarification de la définition d'« information privilégiée » qui s'avérerait nécessaire pourrait se faire par le biais des mesures d'exécution à adopter par la Commission (107).

C'est précisément ce qui a été fait par le biais de la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 dont question ci-dessus et en prémisses de laquelle la Commission a expressément relevé que « la sécurité juridique devrait être renforcée pour les participants au marché grâce à une définition plus fine de deux des éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis de cette information et l'ampleur de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés » (108). Ces termes sont repris presque mot pour mot au considérant 18 du Règlement 596/2014. Il semble cependant que l'objectif recherché n'ait pas été atteint (*cf. infra*).

Quoi qu'il en soit, il existe, ou plutôt existait, une certaine convergence des points de vue quant à la nécessité d'un degré de certitude significatif relativement à la survenance d'un événement futur pour que ledit événement futur revête un degré de matérialité suffisant pour constituer une information à caractère précis et, partant, une information privilégiée.

(105) Cette définition trouve sa source dans le Rapport de la Commission sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiées et les manipulations de marché (abus de marché) du 27 février 2002 (COM(2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)).

(106) « Significatif : qui signifie nettement, exprime clairement quelque chose » *Le Petit Robert*, Paris, Robert/Saail, 2003, p. 2427.

(107) Position commune arrêtée par le Conseil en vue de l'adoption de la directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiées et les manipulations de marché (abus de marché) du 1^{er} juillet 2002, 2001/0118 (COD).

(108) Le Règlement 596/2014 définit désormais le caractère précis de l'information ainsi que son impact anticipé.

27. Élargissement de la définition à la suite de l'arrêt *Geltl* de la CJUE (109) - Dans l'arrêt *Geltl* du 28 juin 2012, la Cour de justice s'est penchée sur le sens à donner à la notion « d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira », sous-jacente au test de matérialité de l'information (110).

Ce faisant, la Cour rappelle d'abord qu'il y a lieu de procéder au cas par cas à une appréciation globale des éléments déjà disponibles, comme l'avait déjà indiqué le CESR dans ses recommandations de niveau 3 (111).

La Cour relève ensuite que les termes « peut raisonnablement penser » ne sauraient être interprétés comme exigeant la démonstration d'une probabilité élevée des circonstances ou des événements visés.

En effet, selon la Cour, exiger une probabilité élevée des circonstances ou des événements visés porterait atteinte aux objectifs de la réglementation en matière d'abus de marché, à savoir assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. En effet, en pareil cas, selon la Cour, les personnes initiées seraient à même de tirer indûment profit de certaines informations jugées, en raison d'une telle interprétation restrictive, comme n'ayant pas un caractère précis, au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance.

La Cour en conclut dès lors que l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doit être interprété en ce sens que la notion « d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira » vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront sans toutefois qu'une probabilité élevée ne soit nécessaire.

La Cour ajoute que ne sauraient être réputées comme ayant un caractère précis les informations portant sur des circonstances et des événements dont la survenance n'est pas vraisemblable.

(109) C.J.U.E., 28 juin 2012, *J.O.U.E.*, C 258, 25 août 2012, pp. 5-6.

(110) Voy. not. B. FERON et M. BERLINGIN, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 28 juin 2012 », *op. cit.*, p. 57 ; E. VANDENDRIESSCHE, *op. cit.*, 2013, pp. 179-188.

(111) Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562b, n° 1.5.

Dans le cadre de l'appréciation de la probabilité requise de la survenance d'un ensemble de circonstances ou d'un événement, la Cour relève encore que cette appréciation ne peut varier en fonction de l'ampleur de l'effet de ceux-ci sur le cours des instruments financiers concernés.

28. Difficultés soulevées par la définition du caractère précis de l'information donnée par la CJUE (112) - En n'exigeant pas l'existence d'une probabilité élevée qu'un événement se produise dans le cadre du test de matérialité de l'information, la Cour donne, selon nous, une interprétation trop large de la notion de caractère précis.

La position de la Cour nous semble poser deux difficultés importantes que nous développerons ci-dessous.

Tout d'abord, une définition aussi large de la notion du caractère précis de l'information nous paraît incompatible avec la réalité de la vie des affaires. Cette difficulté vise plus particulièrement l'exécution de l'obligation imposée à un émetteur de publier immédiatement toute information privilégiée le concernant directement (*cf. infra*).

Une autre difficulté découle de l'insécurité juridique qui règne face à une notion aussi floue, notamment à la suite de l'arrêt *Geltl*. Cette difficulté concerne tant l'obligation imposée à un émetteur de publier immédiatement toute information privilégiée le concernant directement, que l'évaluation de l'existence ou non d'un délit d'initié (*cf. infra*).

29. Notion peu compatible avec la réalité de la vie des affaires - Le premier problème réside dans les difficultés pratiques que pourrait causer cette définition (113). Nous sommes en effet d'avis que donner une portée trop large à la notion d'information privilégiée en incluant dans cette notion des informations qui portent sur des événements dont la probabilité n'est pas significative pourrait contraindre les émetteurs à devoir publier des informations inutiles aux investisseurs, voire créant la confusion et portant atteinte aux impératifs de confidentialité et de secret des affaires. Cela pourrait même, dans certains cas, constituer une manipulation de cours (114).

(112) B. FÉRON et M. BERLINGIN, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 23 juin 2012 », *op. cit.*, pp. 61 et s.

(113) Voy. dans ce sens M. FÉRON, « La publication immédiate des informations privilégiées par l'émetteur », *R.P.S.*, 2006, p. 423. L'auteur relève les difficultés pratiques soulevées par l'appréciation du caractère précis de l'information, notamment dans le cadre de négociations contractuelles.

(114) Voy. dans ce sens A. SORTIPOULOU, *Les obligations d'informations des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, Bruxelles, Larcier, 2012, p. 216. Cet auteur relève que l'émetteur court

Dans ce sens X. DIEUX et D. WILLERMAIN relèvent justement que « des événements futurs, qui ne se sont, par hypothèse, pas encore produits et qui ne se produiront peut-être jamais en raison des aléas qui affectent leur réalisation, pourraient donc, selon ce premier critère, être constitutifs d'informations privilégiées. [...] une interprétation aussi large, si elle est imaginable sur la base d'une lecture purement littérale de la loi, serait toutefois inadmissible en pratique » (115).

La jurisprudence belge en la matière semble suivre ce point de vue. Ainsi, a été considérée comme suffisamment précise par la Cour d'appel de Gand l'existence de négociations sérieuses et présentant de bonnes chances d'aboutir même si, au final, les négociations n'ont pas abouti (116). *A contrario*, une simple étude préliminaire sur une acquisition potentielle ou un projet encore vague non suivi d'exécution ne devrait pas être considéré comme une information ayant un caractère suffisamment précis.

C'est également la position adoptée par la Commission des sanctions (et, avant sa création, par le Comité de direction de la CBFA) qui, au travers de ses décisions, insiste sur la probabilité significative de la survenance d'un événement à venir pour que cet événement puisse constituer une information privilégiée. On relèvera, par exemple, la décision de la Commission des sanctions du 21 mai 2010 (117) qui s'est penchée sur un dossier de délit d'initié portant sur des transactions réalisées par une personne physique qui, au moment d'effectuer les transactions sur les titres d'un émetteur, connaissait l'existence d'études et de travaux préliminaires relatifs au lancement éventuel d'une offre publique sur les actions dudit émetteur. La Commission a estimé que l'information n'était pas suffisamment précise en raison du fait que, au moment de la transaction, l'offrant n'avait pas de projet d'acquisition concret et que la connaissance d'une offre d'acquisition éventuelle constituait une information vague, la réalisation de cette éventualité étant par ailleurs incertaine. De même, dans une autre décision (118), la Commission des

le risque de créer de fausses attentes sur le marché et même de provoquer une manipulation de cours dans l'hypothèse où l'information ne se mue pas en événement certain.

(115) X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*, p. 9.

(116) Gand, 3 novembre 2005, *T.R.V.*, 2006, p. 400. Voy. égal. Bruxelles, 4 décembre 2012, inédit.

(117) Décision de la Commission des sanctions du 21 mai 2010, *Rapport annuel de la CBFA 2009-2010*, p. 68.

(118) Décision de la Commission des sanctions, *Rapport annuel de la CBFA 2008-2009*, p. 85. Voy. égal. Décision du Comité de direction du 4 avril 2006, disponible sur le site de la FSMA :

sansions a rejeté la qualification d'information privilégiée dans la mesure où les personnes faisant l'objet de l'instruction avaient uniquement connaissance de scénarios éventuels d'une restructuration envisagée, lesquels n'avaient pas encore été avalisés par les parties aptes à décider, et ce d'autant plus que la possibilité d'une restructuration était devenue publique depuis longtemps.

30. Notion peu compatible avec la réalité de la vie des affaires (suite) - L'objectif affiché par la Cour dans l'arrêt *Geltl* est clairement la recherche d'une protection de plus en plus importante des participants aux marchés au travers d'une exigence de transparence de plus en plus accrue. La définition toujours plus large de la notion d'information privilégiée impose en effet une obligation d'information toujours plus importante puisque les émetteurs sont contraints de publier immédiatement toute information privilégiée qui les concerne.

Il n'est pas contesté que cette transparence a pour objectif louable d'améliorer et/ou de maintenir la confiance des investisseurs à l'égard du marché et de favoriser la fixation de prix les plus exacts possible (119). En d'autres termes, le fonctionnement efficient et loyal du marché impose que tous les investisseurs bénéficient de l'assurance de la transparence des opérations et de la diffusion de l'information la plus complète en ce qui concerne les émetteurs (120). La recherche d'une transparence imposant la publication immédiate d'informations sur des événements dont la vraisemblance qu'ils se produiront reste limitée, forçant ainsi les émetteurs à publier des informations inutiles susceptibles de créer la confusion, va cependant trop loin. Il convient donc de procéder à une balance des intérêts en évaluant l'existence ou non d'une obligation de publication, ce que la Cour s'est abstenue de faire.

La réglementation prévoit un certain nombre de garde-fous afin de prévenir des éventuels préjudices que pourrait causer la publication d'une information par le biais, notamment, de la possibilité de reporter la publication. Ces garde-fous ne sont cependant pas suffisants pour contrer les effets pervers d'une transparence excessive.

www.fsmab.be ; Décision de la Commission des sanctions du 28 avril 2010, disponible sur le site de la FSA : www.fsmab.be ; Décision du Comité de direction, *Rapport annuel de la CBFA 2006*, pp. 79-80.

(119) E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, *op. cit.*, pp. 563-564.

(120) Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 9 ; F. LETEVRE, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, p. 4.

Le problème provient en réalité du fait que de l'existence d'une information privilégiée découlent deux conséquences cumulatives (121) : 1) il est interdit d'utiliser de cette information pour réaliser un profit ou éviter une perte (interdiction des délits d'inités) et 2) une communication immédiate de ladite information est imposée à l'émetteur. Il apparaît cependant que dans certaines circonstances, les impératifs de confidentialité et de secret des affaires, ou encore la protection de l'intérêt public, imposent de ne pas publier l'information, alors que le souci d'un fonctionnement efficient et loyal du marché impose d'en interdire l'usage pour en tirer profit (122).

Le législateur européen s'est rendu compte de ce problème et avait d'ailleurs formulé une réponse au travers de la proposition de règlement sur les opérations d'inités et les manipulations de marché du 20 octobre 2011 (123) en indiquant qu'« [i]l se peut [que des informations privilégiées] ne soient pas suffisamment précises pour que l'émetteur soit dans l'obligation de les publier. En pareil cas, l'interdiction des opérations d'inités devrait s'appliquer, mais pas l'obligation de publication de ces informations par l'émetteur » (124). La proposition prévoyait ainsi des situations dans lesquelles l'information concernée ne pouvait pas être utilisée par celui qui en dispose sans pour autant que ladite information ne doive être publiée (125). Cette distinction ne se retrouve malheureusement pas dans la version finale du Règlement 596/2014.

On relèvera que la Cour ne justifie sa position dans l'arrêt *Geltl* que sur la base de la nécessité d'interdire le délit d'initié. En effet, elle relève que restreindre le champ d'application de la notion d'information à caractère précis à un degré de probabilité élevé impliquerait que « les personnes initiées seraient à même de tirer indûment profit de certaines informations jugées, en raison d'une telle interprétation restrictive, comme n'ayant pas un caractère précis,

(121) Sous réserve de la possibilité de reporter la publication prévue par la Directive Abus de Marché (art. 6) et la Loi du 2 août 2002 (art. 10).

(122) Dans ce sens égal. E. VANDENDRIESSCHE, *op. cit.*, 2013, p. 187.

(123) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'inités et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles, 20 octobre 2011, COM(2011/0651 final, 2011/0295 (COD)).

(124) Cette position n'est toutefois pas reprise d'une manière aussi explicite dans le préambule du Règlement 596/2014.

(125) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'inités et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles, 20 octobre 2011, COM(2011/0651 final, 2011/0295 (COD)), art. 12.

au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance » (126). Nous ne pouvons qu'approuver cette affirmation qui ne concerne cependant que l'utilisation abusive d'une information non publique (délict d'initié). Cette affirmation n'offre cependant aucune justification quant à l'obligation de publication immédiate de ladite information.

Une distinction entre différents types d'informations privilégiées, en fonction de leur degré de matérialité, entraînant ainsi une dichotomie entre l'obligation de publier une information et l'interdiction d'acquiescer des titres lorsqu'on est en possession d'une telle information, aurait permis d'atténuer la difficulté décrite ci-dessus. Ce n'est cependant pas le cas de la seconde difficulté analysée ci-dessous.

31. Absence de sécurité juridique - La deuxième difficulté qui découle de la définition de la notion de « caractère précis » de l'information, notamment à la suite de l'arrêt *Geltl*, réside dans le manquant de sécurité juridique qu'elle crée.

X. Dieux et D. Willermain insistent à raison sur la nécessité de fournir aux investisseurs un critère objectif ou « à tout le moins le plus objectif possible ». Ceci doit permettre de respecter le principe de sécurité juridique qui implique que le droit doit être prévisible et accessible de manière à permettre au sujet de droit de prévoir de manière raisonnable les conséquences de ses actes, et ce d'autant plus que le délit d'initié est pénalement sanctionné (127). Ce principe est au demeurant consacré par la Cour européenne des droits de l'homme suivant laquelle « une infraction doit être clairement définie par la loi. Cette condition se trouve remplie lorsque l'individu peut savoir, à partir du libellé de la clause pertinente et, au besoin, à l'aide de son interprétation par les tribunaux, quels actes et omissions engagent sa responsabilité » (128). La Cour de justice a également

(126) § 47. Dans le même sens, concl. av. gén. MENCIOZZI précédant l'arrêt *Geltl*, §§ 63 et s.

(127) X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*, p. 10 ; C.A., 5 juillet 1990, arrêt n° 25/90. Il s'agit au demeurant d'une application de l'article 7 de la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales qui consacre le principe de la légalité des peines. Dans le même sens, F. LERFÈVRE, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, p. 10.

(128) La Cour attache en réalité le principe de sécurité juridique au principe de légalité. C.E.D.H., 25 mai 1993, *Kokkinakis c. Grèce*, série A n° 260/A ; C.E.D.H., 15 novembre 1996, *Catoni c. France*, *Rev. trim. D.H.*, 1997, p. 685 ; voy. égal. sur ce pt : M.-A. BEERNAERT, M. DE RUE et L. WATTEER, « L'accessibilité et l'intelligibilité du droit contemporain en matière pénale », *Libet Amicorum Henri-D. Bosly. Loyauté, justice et vérité*, Bruxelles, La Chartre, 2009, p. 27 ; M. VAN DE KERCKHOVE et Fr. TULKENS, *Introduction au droit pénal. Aspects juridiques et criminologiques*, Diegem, Kluwer, 1999, p. 190. Voy. égal. l'avis du Conseil d'État sur le projet de loi du 12 mars 1997 relatif aux organisations criminelles : Avis C.E., *Doc. parl.*, Ch. repr., 1998, ord. 1996-1997, n° 954/1, p. 13. Voy.

consacré le principe de sécurité juridique exigeant que la base légale d'une infraction soit accessible, claire, précise et prévisible (129) renvoyant même à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme (130). Ainsi, la Cour relève explicitement qu'« une sanction, même de caractère non pénal, ne peut être infligée que si elle repose sur une base légale claire et non ambiguë » (131).

Comme le relève J. Van Meerbeeck, « [s]elon la formulation retenue par la Cour de justice depuis son arrêt *Duff* du 15 février 1996, et reprise depuis par le Tribunal, le principe de sécurité juridique exige des règles claires, précises, et vise à garantir la prévisibilité des situations et des relations juridiques relevant du droit de l'Union. Ces règles doivent donc être certaines pour que les intéressés puissent connaître avec exactitude et de façon dépourvue d'ambiguïté leurs droits et obligations, afin de leur permettre de prendre leurs dispositions en conséquence. Le principe de sécurité juridique s'impose avec une rigueur particulière lorsqu'il s'agit d'un acte susceptible de comporter, pour des sujets de droit, des conséquences défavorables, qu'elles soient financières, procédurales ou consistent en des sanctions » (132).

Le principe de sécurité juridique s'applique également à la Cour de justice lorsqu'elle fait œuvre d'interprétation. Dès lors que les citoyens européens doivent être mis en mesure de connaître avec certitude les règles qui leur sont applicables, la Cour doit respecter un certain nombre de règles d'interprétation. Ainsi, un texte de droit de l'Union « doit être interprété, dans la mesure du possible, dans le sens de sa conformité, notamment, avec les principes généraux du droit de l'Union, et, plus particulièrement, avec le principe de la sécurité juridique » (133) (134).

La sécurité juridique, qui faisait déjà défaut avant l'arrêt *Geltl*, est encore ébranlée à la lecture de ce dernier suivant lequel une information peut revêtir un caractère précis sans qu'une probabilité

égal. l'excellente thèse de J. VAN MEERBEECK, *De la certitude à la confiance. Le principe de sécurité juridique dans la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne*, Bruxelles, Anthémis, Publications de l'Université Saint-Louis - Bruxelles, 2014, not. pp. 37 et s. et pp. 587 et s.

(129) C.J.U.E., 3 juin 2008, *The Queen/Secretary of State for Transport*, aff. C-308/06.

(130) C.J.U.E., 3 mai 2007, *Advocaaten voor de Wereld*, aff. C-303/05 ; C.J.C.E., 12 décembre 1996, *X. C-74/95* ; C.J.U.E., 28 juin 2005, *Dansk Rorindustri s.a.*, aff. C-189/02 P ; C.J.C.E., 9 juillet 1981, *Gondrand*, aff. C-169/80 ; C.J.C.E., 13 février 1996, *Bo Danane Agden*, aff. C-143/93.

(131) C.J.U.E., 6 avril 2006, *ED de F Man Sugar*, aff. C-274/04, § 15.

(132) J. VAN MEERBEECK, *op. cit.*, pp. 37-39 et les nombreuses références citées.

(133) C.J.U.E., 1^{er} avril 2004, *Borgmann*, aff. C-1/02.

(134) J. VAN MEERBEECK, *op. cit.*, pp. 79-80 et références citées.

élevée des circonstances ou des événements visés ne soit nécessaire sous la seule condition que la survenance desdits événements ou circonstances ne soit pas invraisemblable. Où se trouve cependant la frontière entre le vraisemblable qui peut n'être que faiblement probable et l'invraisemblable ? On conviendra aisément que les exigences de clarté, précision et prévisibilité sont loin d'être remplies.

Notons que le Règlement 596/2014 n'apporte aucune solution à ce problème dans la mesure où la définition de « caractère précis » qu'il fournit est la même que celle que l'on retrouve dans la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003.

32. Confirmation - L'arrêt *Geltl* confirme par ailleurs que les étapes d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis.

Le CESR avait déjà relevé à cet égard que :

« if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right » (135).

Dans l'arrêt *Geltl*, la Cour confirme donc qu'une information relative à une étape intermédiaire qui s'inscrit dans un processus étalé dans le temps peut constituer une information à caractère précis, étant entendu que cette interprétation ne vaut pas uniquement pour les étapes qui existent déjà ou se sont déjà produites, mais concerne également les étapes dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou se produiront (136).

La Cour justifie cette position par le fait que faire abstraction des étapes intermédiaires dans un processus étalé dans le temps annihilerait l'obligation de rendre publique cette information, quand bien même elle aurait un caractère tout à fait spécifique et alors même que les autres éléments constitutifs d'une information privilégiée seraient également présents. Dans une telle situation, selon la Cour, certains détenteurs de cette information pourraient se trouver dans

(135) Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562b, n° 1.6.

(136) À cet égard, voy. not. la décision du 2 octobre 2014 de la Commission des sanctions de la FSMA, disponible sur www.fsma.be.

une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs et seraient en mesure d'en tirer profit au détriment de ceux qui l'ignorent ; or, le risque qu'une telle situation se produise serait d'autant plus élevé qu'il serait possible, dans certaines circonstances, de qualifier l'issue d'un processus particulier comme étant une étape intermédiaire dans un autre processus, qui serait, quant à lui, plus vaste.

Comme indiqué ci-dessus, l'article 7, paragraphe 2, du Règlement 596/2014 précise désormais expressément qu'une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux critères relatifs à l'information privilégiée (137).

33. Précisions supplémentaires - Notons qu'une information qui contient aussi bien des faits précis que des faits qui ne le sont pas peut être considérée comme précise en ce qui concerne les faits ou événements qui disposent d'une certitude suffisante (138). Ainsi, par exemple, une information relative à une offre publique d'achat pourrait être considérée comme précise même si l'offrant n'a pas encore décidé du prix de l'offre (139).

Notons également qu'une information peut être considérée comme précise même si elle se réfère à deux ou plusieurs événements qui ne se produiront qu'alternativement. Ce sera, par exemple, le cas d'une société qui envisage alternativement une offre publique d'acquisition sur plusieurs sociétés. Il est clair, dans cette hypothèse, qu'un des événements ne se produira finalement pas mais cette information conservera son caractère précis puisqu'un investisseur qui en a connaissance pourrait l'utiliser pour des opérations sur les actions des deux sociétés concernées (140).

3° Test de spécificité

34. Test de spécificité - Outre le degré suffisant de matérialité de l'information, cette dernière doit être suffisamment spécifique pour revêtir un caractère précis.

(137) Art. 7, § 2, du Règlement 596/2014 et considérant 16 du Règlement 596/2014.

(138) F. Lefèvre, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, p. 10.

(139) *Ibid.*

(140) Market Abuse Directive - Level 3 - Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562 b, n° 1.7.

L'information doit, selon ce critère, être suffisamment « spécifique, claire et complète » (141) pour influencer un investisseur raisonnable (142) quant à l'opportunité d'acheter ou de vendre avec un risque très limité (143). Cela implique donc que l'investisseur précité soit capable de mesurer l'effet que l'information va avoir sur le cours du titre concerné et de prendre sa décision sur cette base. Cela nécessite que l'on puisse connaître le sens de l'impact que l'information aura sur le cours à défaut de quoi elle ne pourrait être exploitée sans risque ou avec un risque très limité (*cf. infra*) (144).

Ce critère doit dès lors être bien distingué du critère de sensibilité de l'information, portant quant à lui uniquement sur l'effet de l'information sur le cours. Ainsi, si une information relative à un projet de fusion est de nature à avoir un effet significatif sur le cours, ce ne sera qu'à partir du moment où les paramètres de la fusion seront déterminés qu'il sera possible de déterminer de manière spécifique, claire et complète son impact ainsi que le sens de cet impact (145).

Sur le test de spécificité, le CESR a relevé dans ses recommandations que :

« As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR considers this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without, or at very low, financial risk – i.e. the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to

(141) Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 352. Voy. également J.-F. RENUCCI, « Les frontières du délit d'initié », *D. affaires*, 1996, p. 405.

(142) Un investisseur raisonnable est une personne qui réfléchit et se comporte d'une façon rationnelle. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-080d, n° 27.

(143) F. LEFÈVRE, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, p. 11.

(144) P.-A. FORIERS et C. TUREUR, *op. cit.*, n° 8 ; X. DIEUX et D. WILLEMAIN, *op. cit.*, p. 10 ; F. LEFÈVRE, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, pp. 10-11 ; K. GRENS et M. WATERS, *op. cit.*, p. 394 ; M. WATERS, « Handel met voorkennis en marktmannipulatie. Het nieuwe recht toespast », *Permanente Vorming 1 september 2005*, p. 10 ; Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 352.

(145) Exemple tiré de X. DIEUX et D. WILLEMAIN, *op. cit.*, p. 10.

be exploited immediately on the market – i.e. that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it » (146).

35. Appréciation *ex ante* - Il convient de tenir compte dans le cadre de la réalisation du test de spécificité de l'effet auquel on peut raisonnablement s'attendre *ex ante* de l'information sur le cours. Le considérant 1 de la directive 2003/124/CE précitée précise à cet égard que : « Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations dont ils disposent déjà ("informations disponibles *ex ante*"). En conséquence, la question de savoir si un investisseur raisonnable serait susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information donnée doit être appréciée sur la base des informations disponibles *ex ante*. Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur concerné, de la fiabilité de la source d'information et de toutes autres variables de marché susceptibles d'exercer en l'occurrence une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié ». Ce texte est repris presque mot pour mot au considérant 14 du Règlement 596/2014.

Force est cependant de constater qu'il y a des situations dans lesquelles l'impact d'une information sur le cours ne peut être anticipé.

36. Appréciation (suite) - Dans l'évaluation de la spécificité de l'information, Y. De Cordt et G. Schaecken Willemaers, soucieux de la sécurité juridique, estiment que la précision de l'information doit toujours s'apprécier de manière objective en fonction de son seul contenu et non en fonction de la qualité de celui qui la reçoit et l'utilise. C'est au demeurant la position retenue par la Cour de cassation française dans un arrêt du 26 juin 1995 (147) qui estime qu'une information générale et insignifiante pour certains ne peut devenir une information privilégiée pour une personne qui détient une connaissance parfaite des mécanismes bancaires et boursiers et de l'évolution économique. Si cette position a l'avantage de présenter une certaine sécurité, sa mise en œuvre est de nature à créer un avantage dans le chef des investisseurs les plus érudits et expérimentés.

(146) Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562b, n° 1.8.

(147) Cass. fr. (com.), 26 juin 1995, *Rev. Sociétés*, 1995, p. 570 ; J.C.P. (ad. E), 1996, II, n° 766 et note A. VIANDIER. Pour un exposé des faits de cette affaire, Ph. LAMBERCHT, « Le point à propos du délit d'initié », *Rev. dr. U.L.B.*, 1997, p. 113.

Nous estimons cependant que la prise en compte du profil de chaque investisseur qui reçoit ou est susceptible de recevoir l'information et l'utiliser est utopique de sorte qu'il est préférable de s'attacher à un critère qui, à tout le moins, offre l'avantage de la sécurité juridique (148).

On relèvera finalement la décision de la Commission des sanctions du 9 mars 2009 qui concernait un dossier de délit d'initié dont était soupçonnée une personne physique qui avait effectué des transactions sur actions alors qu'elle disposait d'une estimation des ventes et prestations de l'émetteur concerné, lesquelles représentaient une partie des informations financières annuelles qui seraient publiées ultérieurement par ledit émetteur. La Commission a estimé que cette personne ne possédait pas d'informations sur d'autres éléments des chiffres annuels et que, dès lors, l'information dont elle disposait, prise isolément et dissociée de la connaissance des principaux autres chiffres annuels, était trop partielle et insuffisamment précise en ce sens qu'elle ne permettait pas de tirer de conclusion quant à l'effet possible de l'événement dont elle faisait mention sur le cours de l'action concernée (149).

37. Arrêt Lafonta - À l'instar de l'arrêt *Geltl* en ce qui concerne le test de matérialité, l'arrêt *Lafonta* de la Cour de justice de l'Union européenne (150) est récemment venu modifier sensiblement l'appréciation de la spécificité de l'information de manière, selon nous, tout aussi discutabile.

Dans cet arrêt, la Cour était appelée à répondre à la question préjudicielle suivante posée par la Cour de cassation française :

« Les articles 1^{er}, point 1, de la directive 2003/6 et 1^{er}, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ? ».

La Cour a répondu en ces termes :

(148) *Contra* F. LEROUX, « Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative », *op. cit.*, p. 11.
 (149) Décision de la Commission des sanctions [X], *Rapport annuel de la CBFA 2009-2010*, p. 66.
 (150) C.J.U.E., 11 mars 2015, *Jean-Bernard Lafonta c. Autorités des marchés financiers*, aff. C-628/13.

« [...] l'article 1^{er}, point 1, de la directive 2003/6 et l'article 1^{er}, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ».

La Cour conteste donc la position suivant laquelle il est nécessaire que l'on puisse connaître le sens de l'impact que l'information aura sur le cours à défaut de quoi elle ne pourrait être exploitée sans risque ou avec un risque très limité (151).

La Cour de justice justifie sa position par le fait qu'une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement même si cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés. La Cour relève encore que :

« [...] s'il était admis qu'une information ne puisse être réputée à caractère précis qu'à la condition qu'elle permette de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés, il en résulterait que le détenteur d'informations pourrait prêter l'existence d'une incertitude à cet égard pour s'abstenir de rendre publiques certaines de ces informations et en tirer ainsi profit au détriment des autres intervenants sur le marché ».

Cette position nous paraît difficilement acceptable. Comment peut-on en effet affirmer que le sens de la variation de cours n'est pas déterminant en vue de prendre une décision d'investissement sans risque ou avec un risque très limité ? Bien au contraire, un investisseur raisonnable – défini par les recommandations du CESR comme une personne qui réfléchit et se comporte d'une façon rationnelle (152) – tient évidemment compte du sens de l'impact sur le cours dans l'évaluation de l'opportunité d'acheter ou de vendre avec un risque très limité.

La position de la Cour est en outre en contradiction frontale avec les recommandations du CESR citées ci-dessus et qui renvoient

(151) P.-A. FORNIERS et C. TUBEUR, *op. cit.*, n° 8 ; X. DIEUX et D. WILLEMMAIN, *op. cit.*, p. 10.
 (152) CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-080d, n° 27.

expressément à la possibilité pour l'investisseur raisonnable de « *take an investment decision without, or at very low, financial risk* » – i.e. *the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market* – i.e. *that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it* » (153).

Quant à l'argument suivant lequel admettre qu'une information ne puisse être réputée à caractère précis qu'à la condition qu'elle permette de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés permettrait au détenteur d'informations de prétexter l'existence d'une incertitude à cet égard pour s'abstenir de rendre publiques certaines de ces informations et en tirer ainsi profit au détriment des autres intervenants sur le marché, il ne nous semble pas fondé. En effet, l'appréciation ne relève pas de la subjectivité de l'investisseur concerné mais doit s'évaluer au regard du critère de l'investisseur raisonnable (cf. *supra*).

À la suite de l'arrêt *Lafonta*, il apparaît de plus en plus compliqué – voire impossible – de faire la distinction entre la condition de sensibilité de l'information (cf. *infra*) et le caractère spécifique de l'information. En effet, il a été relevé ci-dessus que pour constituer une information privilégiée, en application de l'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002, ladite information doit être susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui lui sont liés. C'est ce que l'on qualifie parfois d'exigence de « sensibilité » de l'information.

Face à la proximité apparente des critères de « sensibilité » et de « spécificité » de l'information, la meilleure doctrine relevait que « [...] on ne peut, sauf à priver le dernier alinéa de l'article 2, 14°, de la Loi Financière de toute portée [i.e. test de spécificité], le ramener à une simple reproduction de l'exigence liée à la « sensibilité »

(153) Market Abuse Directive - Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, 12 juillet 2007, CESR/06.562b, n° 1.8. Nous soulignons.

de l'information, telle qu'elle est déjà prévue et spécifiée, respectivement par le 1^{er} et le 4^e alinéa du même article. Que l'information soit susceptible d'un impact significatif sur le cours d'un instrument financier est une chose ; qu'il soit en outre possible de déterminer le sens de cet impact (hausser ou baisser), en sorte que l'investisseur raisonnable puisse en tirer une « conclusion » quant à l'opportunité d'acheter ou de vendre, en est une autre » (154).

Dans le même sens : « Ce critère de « spécificité » se distingue donc de celui de « sensibilité ». [...] une information peut être susceptible d'avoir un impact sur le cours du titre de la société en question (information « sensible ») sans pour autant être en mesure de déterminer de sens de cet impact (information « spécifique ») ; or ce n'est qu'à partir de ce dernier moment que l'information pourra être qualifiée de « privilégiée » » (155).

Les auteurs insistent sur le caractère essentiel de la distinction en raison du fait que l'impact du critère de la « sensibilité » de l'information, dans le sens dans lequel il était interprété avant l'arrêt *Lafonta*, permettait de déterminer le moment à partir duquel une information devait être considérée comme privilégiée (156) avec toutes les conséquences que cela implique (157). K. Geens et M. Wauters relèvent très justement à cet égard que si le sens de l'impact du cours n'est pas prévu par le texte de la directive, encore convient-il de conclure, sur la base notamment des recommandations du CESR, que l'incapacité de déterminer le sens de l'impact indique que l'information concernée n'est tout simplement pas suffisamment claire et complète et, dès lors, pas suffisamment précise au sens de l'article 2, 14°, de la Loi du 2 août 2002 (158).

À la suite de l'arrêt *Lafonta*, force est donc de constater qu'il n'est plus possible de différencier les tests de spécificité et de sensibilité, ce qui n'a manifestement pas été la volonté du législateur européen qui a pris le soin de distinguer les deux notions.

(154) X. DREUX et D. WILLEMAIN, *op. cit.*, p. 10. Dans ce sens égal. P.-A. FORIERS et C. TUBEUR, *op. cit.*, n° 8 ; M. WAUTERS, « Handel met voorkennis en marktm manipulatie. Het nieuwe recht toegespast », *Permanente Vorming 1 september 2005*, p. 10 ; Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 352 ; M. TISON et F. RAVELINGHEN, *op. cit.*, p. 355.

(155) Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 352.

(156) i.e. à partir du moment auquel on est en mesure de déterminer que l'information aura un impact sur le cours et le sens de cet impact.

(157) X. DREUX et D. WILLEMAIN, *op. cit.*, p. 10 ; Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *op. cit.*, p. 352.

(158) K. GEENS et M. WAUTERS, *op. cit.*, p. 393.

En outre, la définition de l'information privilégiée s'obscurcit encore un peu plus au détriment du principe de sécurité juridique dont il a été question ci-dessus.

SECTION 3. NOUVELLES INFRACTIONS

38. Loi du 30 juillet 2013 - L'article 25 (lequel prévoit les infractions administratives de délit d'initié et de manipulation de cours), l'article 39 (lequel prévoit les infractions pénales de manipulation de cours) et l'article 40 (lequel prévoit les infractions pénales de délit d'initié) de la Loi du 2 août 2002 ont été modifiés par la loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses (I) (159). Comme indiqué ci-dessus, ces modifications sont destinées à adapter, en avance, la législation belge au nouveau cadre réglementaire européen qui n'existait, à l'époque, qu'à l'état de projet.

La loi du 2 août 2002 a connu trois modifications au travers de cette loi.

Les deux premières modifications ont vocation à étendre le champ d'application des interdictions en matière de délit d'initié et de manipulation de cours aux instruments financiers qui ne sont pas admis en tant que tels aux négociations mais dont la valeur dépend d'un instrument financier qui y est admis, et aux instruments financiers non cotés qui concernent l'émetteur d'instruments financiers cotés ou qui concernent des sociétés liées à cet émetteur à savoir, plus particulièrement, les « *credit default swaps* » qui sont des instruments financiers qui portent sur le risque de crédit de l'émetteur d'instruments financiers cotés (ou d'une entreprise liée à cet émetteur) (160).

Les articles 25 et 39 ont par ailleurs été complétés par un paragraphe supplémentaire en application duquel il est interdit à toute personne de fournir des informations ou des données fausses ou trompeuses ou de se livrer à tout autre acte constituant une manipulation du calcul d'un indice de référence. Cette modification fait suite à la proposition de règlement émise sous la référence 2011/0295, et qui était motivée comme suit :

(159) *M.B.*, 30 août 2013.

(160) Projet de loi, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2012-2013, n° 2872/001, pp. 22-23.

« Les prix de nombreux instruments financiers sont établis à partir d'indices de référence. La manipulation ou tentative de manipulation d'indices de référence, tels que les taux interbancaires offerts, est susceptible d'avoir de graves répercussions sur la confiance des marchés et peut entraîner des pertes importantes pour les investisseurs ou des distorsions de l'économie réelle. Des dispositions spécifiques relatives aux indices de référence sont donc nécessaires pour préserver l'intégrité des marchés et permettre aux autorités compétentes d'imposer une interdiction formelle de manipuler les indices de référence. Il est nécessaire de compléter l'interdiction générale de manipuler le marché par l'interdiction de manipuler l'indice de référence lui-même ainsi que de transmettre des informations fausses ou trompeuses, de fournir des données fausses ou trompeuses et de se livrer à tout autre acte constituant une manipulation du calcul d'un indice de référence ou de la méthode d'établissement de cet indice ».

Cette troisième modification était donc dictée par le souhait d'instaurer d'ores et déjà la possibilité de sanctionner administrativement la manipulation d'indices de référence (comme l'EURIBOR), en attendant l'entrée en vigueur des règles européennes (161).

Notons qu'il y a lieu d'entendre par « indice de référence » tout indice commercial ou chiffre publié, obtenu par application d'une formule à la valeur d'un ou plusieurs actifs ou prix sous-jacents, y compris à des estimations de prix, de taux d'intérêt ou d'autres valeurs, ou à des données d'enquêtes, et par référence auquel est déterminé le montant à verser au titre d'un instrument financier.

Il est finalement précisé que ces nouveaux paragraphes ajoutés aux articles 25 et 39 ne s'appliquent que pour autant que les actes en question soient accomplis en Belgique ou à partir du territoire belge, que l'indice de référence soit calculé en Belgique ou à l'étranger.

39. Loi du 25 avril 2014 - L'article 25 de la Loi du 2 août 2002 a également été modifié par la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses (162) qui a ajouté un paragraphe 6 à cette disposition en application duquel il est interdit à toute personne de fournir des informations ou des données fausses ou trompeuses ou de se livrer à tout autre acte constituant une manipulation du prix d'un instrument financier ou d'une denrée alimentaire, à savoir une matière première, qui, le cas échéant après traitement, est destinée à la consommation humaine dont la liste est établie par le Roi par arrêté royal délibéré en Conseil des ministres sur avis de la FSMA.

(161) Projet de loi, *Doc. parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2012-2013, n° 2872/001, pp. 23-24.

(162) *M.B.*, 7 mai 2014.

Sont visés par ce paragraphe :

- les actes qui concernent des instruments financiers visés au paragraphe 3 de l'article 25 pour autant que l'acte concerné ait, soit susceptible d'avoir ou vise à avoir un impact sur le prix d'une denrée alimentaire désignée par le Roi ;
- les actes qui concernent les denrées alimentaires désignées par le Roi pour autant que l'acte concerné ait, soit susceptible d'avoir ou vise à avoir un impact sur le prix d'un instrument financier visé au paragraphe 3 de l'article 25.

Les travaux préparatoires relèvent que cet ajout vise à encadrer la spéculation sur les denrées alimentaires en vue d'accroître la transparence sur les marchés de matières premières et de contribuer à l'intégrité du marché et au bon fonctionnement des marchés (163).

CONCLUSION

40. Les temps changent - Avant la crise financière mondiale qui a secoué les marchés en 2008, la réglementation relative aux abus de marché était peu appliquée. On ne recensait que peu, voire pas, de condamnation.

La répression s'est cependant intensifiée depuis, et la sévérité à l'égard des comportements constitutifs d'abus de marché s'est accrue. La nouvelle réglementation en est un exemple frappant.

La liste des comportements interdits s'est par ailleurs étendue pour s'adapter à l'évolution de notre société.

En outre, l'interprétation des dispositions applicables par la Cour de justice de l'Union européenne est également de plus en plus sévère et ce au nom de l'efficacité des marchés. Sur ce point, si nous pensons que l'efficacité des marchés est essentielle pour le bon fonctionnement de notre économie, nous pensons également qu'elle ne justifie pas l'insécurité juridique dans laquelle les acteurs de ces marchés se trouvent aujourd'hui.

(163) Projet de loi, Doc. parl., Ch. repr., 2013-2014, n° 3413/001, p. 5.

LES OFFRES (PUBLIQUES ET PRIVÉES) D'INSTRUMENTS DE PLACEMENT : PRINCIPES ET ÉVOLUTIONS RÉCENTES (Y COMPRIS LE RÉGIME DES SANCTIONS CIVILES)

DIDIER WILLERMAIN

AVOCAT AU BARREAU DE BRUXELLES
(WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP)
MAÎTRE DE CONFÉRENCES À L'UNIVERSITÉ LIBRE DE BRUXELLES

SECTION 1. BRÈVE PERSPECTIVE HISTORIQUE

1. Le droit financier belge trouve son origine dans la réglementation des offres publiques de valeurs mobilières, qui est elle-même historiquement liée à celle organisant la collecte, par les banques, de fonds du public, laquelle a donné naissance au droit bancaire. Les deux opérations – émissions publiques et opérations bancaires – ont en commun d'impliquer un appel à l'épargne du public.

Pendant près de septante ans, les offres publiques de vente de meurent régies principalement par l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs adopté en réaction à la crise de 1929. Les textes fondateurs de notre droit financier se présentent donc comme une réplique à une situation de crise. Il en sera de même de la plupart des réformes qui suivront, ce qui a fait écrire à un auteur que : « Les lois suivent les crises et ne les évitent pas » (1).

Antérieurement à cette première réglementation, les émissions publiques et les opérations de banque n'étaient régies que par le droit civil et le droit commercial, en ce compris les us et coutumes

(1) L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2^e éd., Bruxelles, Larcier, 2011, n° 18, p. 85. Selon une autre opinion, développée plus particulièrement dans le domaine de la supervision bancaire, ce serait au contraire la réglementation qui serait à l'origine des crises (voy. F. CAPPEL, « Some historical perspective on financial regulation », in *The Structure of Financial Regulation*, Routledge, London, 2007, p. 69).

ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN DROIT FINANCIER

56

Le droit financier est une discipline « à la une » depuis la crise financière de 2008 et les retentissants procès dont son histoire est parsemée.

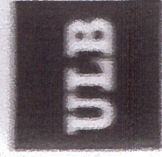
Il a été fait appel aux meilleurs spécialistes pour traiter des évolutions les plus récentes et les plus significatives dans ce domaine :

- Jean-Paul Servais traite des nouvelles structures de la régulation et de la supervision financières en Europe et en Belgique ;
- Veerle Colaert fait le point sur les développements récents en matière de protection de l'investisseur ;
- Maxime Berlingin présente les nouveaux développements en matière d'abus de marché ;
- Didier Willermain, quant à lui, traite des principes et évolutions récentes en matière d'offres (publiques et privées) d'instruments financiers.

UB³ est un cycle de 6 conférences par année, organisé par le barreau de Bruxelles et les facultés de droit de l'Université libre de Bruxelles et de l'Université Saint-Louis-Bruxelles.

Coordinateurs d'UB³ : Laurent du Jardin, directeur du centre de formation professionnelle du barreau de Bruxelles, Raphaël Jafferali, chargé de cours titulaire de la chaire en Droit des obligations à l'Université libre de Bruxelles et avocat au barreau de Bruxelles et Yannick Ninane, assistant chargé d'enseignement à l'Université Saint-Louis-Bruxelles et avocat au barreau de Bruxelles.

ACROBA
ISBN : 978-2-8027-5173-1



ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN DROIT FINANCIER



ÉVOLUTIONS RÉCENTES EN DROIT FINANCIER

Xavier DIFUX
coordinateur

Maxime BERLINGIN, Veerle COLAERT,
Jean-Paul SERVAIS et Didier WILLERMAIN



bruylant