

L'UTILISATION ABUSIVE D'INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES (DÉLIT D'INITIÉ)

Par

Maxime BERLINGIN

Avocat, NautaDutilh

Assistant à l'Université Saint-Louis - Bruxelles

Avec la collaboration de

Pierre DE PAUW

Avocat, NautaDutilh

NautaDutilh

chaussée de La Hulpe 120

1000 Bruxelles

maxime.berlingin@nautadutilh.com

Texte préparé pour le séminaire Vanham & Vanham du 28 mai 2015

TABLE DES MATIERES

1. INTRODUCTION	3
2. LE NOUVEAU CADRE RÉGLEMENTAIRE	5
2.1 Le Règlement 596/2014 sur les abus de marché	6
2.2 La Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché	12
2.3 L'impact de la nouvelle réglementation européenne sur la législation belge en vigueur	14
3. LA DUALITÉ DU SYSTÈME BELGE.....	15
4. L'ABUS D'INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES (DÉLIT D'INITIÉ)	19
4.1 La notion d'information privilégiée	19
4.1.1 Définition	19
4.1.2 Conditions	19
4.1.2.1 L'information ne doit pas avoir été rendue publique.....	20
4.1.2.2 L'information doit avoir un caractère précis.....	22
4.1.2.3 L'information doit être susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers	34
4.1.2.4 L'information doit concerner directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers	38
4.1.3 Notion d'information privilégiée relative aux instruments dérivés sur produits de base	43
4.1.4 Information privilégiée pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres	43
4.2 L'infraction administrative d'abus d'information privilégiée	45
4.2.1 Comportements interdits.....	45
4.2.2 Signaux de délit d'initié	54
4.2.3 Personnes visées	55
4.2.4 Élément moral de l'infraction.....	56
4.2.5 Exceptions.....	57
4.2.6 Sanctions	60
4.3 L'infraction pénale d'abus d'information privilégiée	62
4.3.1 Personnes visées	62
4.3.2 Comportements interdits.....	64
4.3.3 Élément moral de l'infraction.....	66
4.3.4 Sanctions.....	66
4.3.5 Nouvelle Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché - Cf. <i>supra</i>	66

1. 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 limiter l'asymétrie informationnelle entre ces investisseurs¹. 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.

Une telle réglementation tend à améliorer et/ou maintenir la confiance des investisseurs à l'égard du marché et à favoriser la fixation de prix les plus exacts possibles². 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 émetteurs³.

C'est précisément l'objectif affiché par le législateur européen. Ainsi, les considérants 2, 12 et 24 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (ci-après, la "Directive Abus de Marché")⁴ relèvent que:

"2. Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés.

12. [...] La législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif: assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés.[...].

24. Une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers. [...]."

¹ E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, Paris, Dalloz, 2008, p. 559.

² *Ibid.*, pp. 563-564.

³ 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.

⁴ Considérants 2, 12 et 24 de la Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *J.O.U.E.*, 12 avril 2003. Voir aussi le considérant 1 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, 31 décembre 2004. A ce sujet, B. Feron et M. Berlingin, "Les abus de marché", *Séminaire Vanham & Vanham du 18 octobre 2012*, p. 4.

Cette transparence peut cependant avoir des effets pervers. En effet, les actionnaires de l'émetteur concerné ne sont pas les seuls destinataires de l'information qui s'adresse également à tous les "opérateurs, dont les réactions sont souvent plus redoutées et contraignantes que les votes des actionnaires"⁵. Certains en viennent même à se demander si l'intérêt du marché ne se substituerait pas à l'intérêt de l'entreprise en ce sens que les changements stratégiques des émetteurs sont de plus en plus motivés par la nécessité de répondre aux attentes du marché que par leur propre intérêt⁶.

2. Objet de la présente contribution - On regroupe généralement sous la qualification d'abus de marché les comportements visant à user de ou à créer une asymétrie informationnelle. La présente contribution ne porte que sur la première catégorie d'abus de marché, à savoir l'abus d'information privilégiée, encore qualifiée de délit d'initié.

3. Cadre réglementaire - La matière des abus de marché repose sur une série de textes établis au niveau européen. C'est principalement la Directive Abus de Marché⁷ 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 marché⁸;
- 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'intérêts⁹;
- 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 suspectes¹⁰;
- 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 financiers¹¹.

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 financiers¹² (ci-après 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

⁵ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 9.

⁶ *Ibid.*

⁷ Sur cette directive voir X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *D.B.F.*, 2007, pp. 3 et s.; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *Le droit pénal financier en marche*, Louvain-la-Neuve, Anthémis, 2009, pp. 152-153; H. Bolina, "Market Manipulation and insider dealing in the new Market Abuse Directive (2003/6/EC)", *Euredia*, 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, "Financieel Recht-Marktmisbruik", *T.B.H.*, 2003, pp. 626-628.

⁸ *J.O.U.E.*, 24 décembre 2003.

⁹ *J.O.U.E.*, 24 décembre 2003.

¹⁰ *J.O.U.E.*, 30 avril 2004.

¹¹ *J.O.U.E.*, 23 décembre 2003.

¹² *M.B.*, 4 septembre 2002.

dispositions en matière d'abus de marché, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers¹³, et de l'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché¹⁴. On mentionnera encore l'arrêté royal du 23 septembre 2008 déterminant certains actes constitutifs d'abus de marché¹⁵.

2. LE NOUVEAU CADRE RÉGLEMENTAIRE

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 marché¹⁶. 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 pénale¹⁷.

Le nouveau règlement 596/2014 sur les abus de marché¹⁸ (ci-après le "Règlement 596/2014") et la nouvelle directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché¹⁹ (ci-après la "Directive 2014/57/UE") ont finalement été adoptés le 16 avril 2014 et ont été 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 2017²⁰. La Directive 2014/57/UE devra quant à elle être transposée par les Etats membres pour le 3 juillet 2016.

¹³ M.B., 9 septembre 2005.

¹⁴ M.B., 10 mars 2006.

¹⁵ M.B., 25 septembre 2008.

¹⁶ 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).

¹⁷ 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).

¹⁸ 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.

¹⁹ 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.

²⁰ 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'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

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 marchés²¹. Si la nouvelle réglementation n'opère pas, à proprement parler, une réelle révolution de la matière, certains changements importants méritent toutefois d'être examinés.

2.1 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 (le "Groupe de Larosière")²², 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 technologiques²³. 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 Etats 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 Etats membres²⁴.

Les principaux apports du 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) la modification de 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.

compétentes et les autorités de surveillance des pays tiers. Les autres dispositions du Règlement 596/2014 entreront en application 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.

²¹ 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.

²² Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 février 2009.

²³ Considérants 2 et 3 du Règlement 596/2014.

²⁴ 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 l'émergence de nouvelles technologies, telle 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)²⁵.

Le champ d'application du nouveau Règlement 596/2014 s'étend également aux transactions réalisées sur les plates-formes d'enchères 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 financier²⁶.

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'ordres²⁷.

Comme indiqué ci-dessus, le scandale du LIBOR a également conduit le législateur européen à encadrer les comportements liés aux indices de référence²⁸. 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 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 interbancaires²⁹.

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)³⁰.

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 (*cf. infra*), le Règlement 596/2014 exclut également de son champ d'application les opérations mises en œuvre dans le cadre de la

²⁵ Articles 2 et 5 du Règlement 596/2014.

²⁶ Article 2 du Règlement 596/2014.

²⁷ Article 12 du Règlement 596/2014.

²⁸ Considérant 44 du Règlement 596/2014.

²⁹ Articles 3 et 12 et considérant 44 du Règlement 596/2014.

³⁰ 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.

politique climatique de l'Union européenne, de la politique agricole commune ou de la politique commune de la pêche³¹.

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 des sondages de marché. L'article 11 du Règlement 596/2014 définit le sondage de marché comme "*[...] 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 attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles, à un ou plusieurs investisseurs potentiels [...]*". Dans certains cas, la réalisation de tels sondages est susceptible d'entraîner la divulgation d'informations privilégiées³². Afin d'éviter qu'une telle divulgation ne soit considérée comme illicite, les sondeurs sont tenus de respecter des règles strictes établies par la nouvelle réglementation³³. A titre exemplatif, les sondeurs doivent, avant de procéder à la divulgation d'information privilégiée, 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 acquérir ou céder les instruments financiers concernés et lui indiquer qu'elle a l'obligation de garder ces informations confidentielles³⁴.

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"³⁵, 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'émetteurs³⁶.

L'article 18 du Règlement 596/2014 prévoit ainsi une exemption à l'obligation d'établir des listes d'initiés 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

³¹ Article 6 du Règlement 596/2014.

³² Considérant 34 du Règlement 596/2014.

³³ Article 11 du Règlement 596/2014.

³⁴ Article 11 du Règlement 596/2014.

³⁵ 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.

³⁶ Considérant 6 du Règlement 596/2014.

accès à des informations privilégiées aient connaissance de la réglementation et des sanctions applicables en cas d'abus de marché et puissent, d'autre part, fournir une liste d'initiés 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 opérateurs³⁷.

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 (AEMF) 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 Etats membres et de pays tiers. Ainsi, en cas d'abus de marché ayant des répercussions transfrontalières, l'AEMF sera habilitée à coordonner l'enquête si l'une des autorités compétentes concernées le demande³⁸. 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'Etat 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 l'ordre public de l'Etat membre requis³⁹, le Règlement 596/2014 ne vise plus que la possible atteinte à la sécurité de l'Etat membre requis. Par ailleurs, le Règlement 596/2014 prévoit désormais la possibilité pour l'Etat 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 pénale⁴⁰.

12. Harmonisation minimale des sanctions administratives - Le rapport rendu par le Groupe de Larosière⁴¹ 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"⁴², ont mis en exergue la grande disparité existant entre les régimes de sanctions applicables dans les

³⁷ Article 23 (c) du Règlement 596/2014.

³⁸ Considérant 67 du Règlement 596/2014.

³⁹ Article 16 de la Directive Abus de Marché.

⁴⁰ Article 25 du Règlement 596/2014.

⁴¹ Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, 25 février 2009.

⁴² 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.

différents Etats membres. Une telle disparité a notamment pour effet de renforcer les distorsions de concurrence entre les Etats membres et d'encourager l'arbitrage réglementaire⁴³. 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 Etats membres⁴⁴.

En vertu de l'article 30 du Règlement 596/2014, les Etats 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 propre⁴⁵.

S'agissant des sanctions administratives pécuniaires, le Règlement 596/2014 ne prévoit, à strictement parler, aucun montant minimal⁴⁶ 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'éviter⁴⁷. 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 total⁴⁸ lorsque l'abus est commis par une personne morale⁴⁹. 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 total⁵⁰ pour les personnes morales⁵¹. Enfin, en cas de manquement aux obligations en matière de listes d'initiés, de transactions effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et 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 morales⁵².

⁴³ L. Delage, *op. cit.*, p. 55.

⁴⁴ Considérant 70 du Règlement 596/2014.

⁴⁵ Article 30.2 a) à g) du Règlement 596/2014.

⁴⁶ Sauf en cas de coopération de la personne responsable de la violation avec l'autorité compétente (article 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*".

⁴⁷ Article 30.2 h) du Règlement 596/2014.

⁴⁸ Tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction de l'entreprise.

⁴⁹ Article 30.2 i) i) et j) i) du Règlement 596/2014.

⁵⁰ Tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction de l'entreprise.

⁵¹ Article 30.2 i) ii) et j) ii) du Règlement 596/2014.

⁵² Article 30.2 i) iii) et j) iii) du Règlement 596/2014.

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".

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 marché⁵³.

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 cours⁵⁴.

13. Modification de 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 privilégiée⁵⁵. 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, sont désormais définis dans la réglementation⁵⁶. 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. En outre, comme l'avait relevé la Cour de justice de l'Union européenne dans l'affaire *Geltl*⁵⁷, 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 critères relatifs à l'information privilégiée⁵⁸. 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".

⁵³ Article 31 du Règlement 596/2014.

⁵⁴ Article 34 du Règlement 596/2014 et considérant 73 du Règlement 596/2014.

⁵⁵ Considérant 18 du Règlement 596/2014.

⁵⁶ Article 7.2 et 7.4 du Règlement 596/2014.

⁵⁷ CJUE, 28 juin 2012, *J.O.U.E.*, C 258, 25 août 2012; voir également la note de 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, p. 57.

⁵⁸ Article 7.3 du Règlement 596/2014 et considérant 16 du Règlement 596/2014.

14. 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 différer 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 Etats membres d'exiger que les émetteurs informent sans délai l'autorité compétente de la décision de différer la publication d'une information privilégiée (information *a priori*)⁵⁹, 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 différer la publication d'une information privilégiée, il est tenu d'informer par écrit l'autorité compétente de la décision de différer immédiatement après la publication de cette information (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 différer la publication d'une information privilégiée⁶⁰.

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 émetteurs⁶¹.

2.2 La Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché

15. 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 Etats membres en matière d'abus de marché⁶². 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 administratives⁶³. 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 pouvant donner lieu à des peines d'emprisonnement ou à d'autres sanctions pénales, ainsi qu'à la constitution d'un casier judiciaire⁶⁴.

Les principaux apports de la Directive 2014/57/UE résident, d'une part, dans l'établissement de règles minimales communes dans tous Etats 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.

⁵⁹ Article 6.2 de la Directive Abus de Marché.

⁶⁰ Article 17.5 du Règlement 596/2014.

⁶¹ Considérant 56 du Règlement 596/2014.

⁶² 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.

⁶³ Considérant 6 de la Directive 2014/57/UE.

⁶⁴ B. Feron et M. Berlingin, "Les abus de marché", *Séminaire Vanham & Vanham*, 18 octobre 2012, p. 6.

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 européenne⁶⁵. 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 (en l'espèce, la Directive Abus de Marché).

16. Etablissement de règles minimales - L'un des principaux objectifs de la Directive 2014/57/UE est de fixer des règles minimales communes dans tous les Etats 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 Etats 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 Etats membres d'adopter des sanctions pénales lorsque ces infractions sont commises intentionnellement et sont d'une certaine gravité. Le considérant 11 de la Directive 2014/57/UE indique à cet égard que:

"Aux fins de la présente directive, les opérations d'initiés 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".

L'article 7 de la Directive 2014/57/UE met en place un régime commun de sanctions pénales applicables aux personnes physiques. Le texte prévoit ainsi des peines d'emprisonnement maximales d'au moins quatre ans pour les opérations d'initiés 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 Etats 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 commerciale⁶⁶. 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.

⁶⁵ Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (version consolidée), J.O.U.E., 26 octobre 2012.

⁶⁶ Article 9 de la Directive 2014/57/UE.

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

17. 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 compétentes⁶⁷. La Directive 2014/57/UE instaure par ailleurs l'obligation pour les Etats membres de veiller à la formation adéquate des membres des autorités judiciaires et répressives en charge de la répression des abus de marché⁶⁸.

Finalement, les Etats 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 ressortissants⁶⁹.

2.3 L'impact de la nouvelle réglementation européenne sur la législation belge en vigueur

18. 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 négociation⁷⁰ 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 (*cf. infra*)⁷¹. 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 financiers⁷² a élargi l'interdiction de manipulation de marché afin d'englober la manipulation d'indices de référence, tels que le LIBOR et l'EURIBOR⁷³.

Concernant les matières premières, la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses⁷⁴ a inséré un nouveau paragraphe à l'article 25 de la Loi du 2 août 2002 afin d'interdire la spéculation sur les denrées alimentaires⁷⁵. Cette nouvelle disposition interdit désormais à toute personne de fournir des

⁶⁷ Considérants 19 et 26 de la Directive 2014/57/UE.

⁶⁸ Article 11 de la Directive 2014/57/UE.

⁶⁹ Article 10 de la Directive 2014/57/UE.

⁷⁰ Arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation, *M.B.*, 27 août 2008.

⁷¹ Article 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.

⁷² 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.

⁷³ Article 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; Article 25 §5 de la Loi du 2 août 2002.

⁷⁴ Loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses, *M.B.* 7 mai 2014.

⁷⁵ Article 168 de la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses, *M.B.* 7 mai 2014.

informations ou des données fausses ou trompeuses ou de se livrer à tout autre acte constituant une manipulation du prix d'une denrée alimentaire⁷⁶. 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 (*cf. infra*).

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 (*cf. infra*). 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 pénales⁷⁷. De même, bien que le Règlement 596/2014 soit directement applicable, le volet administratif du droit belge devra également être légèrément adapté afin de tenir compte des nouvelles dispositions⁷⁸.

19. 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 plates-formes 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*).

3. LA DUALITÉ DU SYSTÈME BELGE

20. Sanctions administratives et pénales - Le système établi par la Loi du 2 août 2002 prévoit une dualité de sanctions. En effet, l'article 36 § 2 de la Loi du 2 août 2002 donne le pouvoir à la FSMA d'infliger des amendes administratives lorsqu'elle constate l'existence d'un abus de marché, et l'article 40 de cette même loi prévoit des sanctions pénales en cas de manquements aux dispositions interdisant le délit d'initié et les autres manipulations de cours.

Cette dualité était autrefois justifiée, lorsque seul le délit pénal faisait partie de notre arsenal législatif. Il est en effet apparu nécessaire de prévoir une réponse plus rapide et plus systématique qu'une poursuite pénale face aux abus de marché, en impliquant la Commission Bancaire de l'époque⁷⁹.

21. "Non bis in idem" - Si la possibilité pour une autorité administrative d'infliger des amendes administratives, n'est pas en tant que telle critiquable, des voix se sont élevées quant à la mise en

⁷⁶ Article 25 §6 de la Loi du 2 août 2002.

⁷⁷ Commission des Finances et du Budget, Compte Rendu Intégral, Ch., 25 février 2014, CRIV 53 COM 936, pp. 4-5.

⁷⁸ *Ibid.*

⁷⁹ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 8.

œuvre simultanée de la procédure administrative et de la procédure pénale, et la contrariété possible avec le principe "*non bis in idem*"⁸⁰.

Ce principe général de droit⁸¹, consacré par l'article 4 du Protocole n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales, et par l'article 14 § 7 du Pacte international relatif aux droits civils et politiques⁸², énonce en substance que l'on ne peut être ni poursuivi, ni sanctionné deux fois pour les mêmes faits.

L'ancien système en vigueur en Belgique prévoyait que les comportements incriminés faisaient l'objet soit d'une amende administrative, soit d'une sanction pénale. Ce système prévoyait cependant que l'autorité administrative ne pouvait intervenir qu'après un délai d'attente de 6 mois pendant lequel l'initiative revenait exclusivement au ministère public. Un tel délai n'était cependant pas compatible avec les impératifs de rapidité des marchés financiers. Le législateur a voulu remédier à cela en instaurant la possibilité de procédures simultanées tout en prévoyant que le montant de l'amende administrative s'impute sur le montant de l'amende pénale⁸³ afin de respecter les exigences du principe "*non bis in idem*". Cette position se situait dans la droite ligne de la jurisprudence de la Cour de cassation qui estimait que l'imposition de deux sanctions, même si elles sont prononcées par deux instances ou cours différentes et à deux moments différents (l'une après l'autre), ne violait pas le principe "*non bis in idem*"⁸⁴.

22. Jurisprudence de la CEDH - Jusqu'à un arrêt de la Cour européenne des droits de l'homme du 10 février 2009⁸⁵, des doutes subsistaient quant à l'application du principe "*non bis in idem*" en la matière. Ces doutes provenaient du fait que la Cour était hésitante quant aux critères à adopter pour déterminer si une sanction pénale et une sanction administrative réprimaient une même infraction au sens du principe "*non bis in idem*". La Cour utilisait les critères du "*même comportement*", des "*mêmes faits*" ou des "*mêmes éléments essentiels*" des deux infractions⁸⁶. Ainsi, notre Cour constitutionnelle, se basant sur certains arrêts de la Cour européenne des droits de l'homme, a décidé dans un arrêt du 18 juin 2008 que "*Le principe non bis in idem n'est pas violé lorsque les éléments essentiels des deux infractions ne sont pas identiques. Il en est ainsi lorsque l'élément moral des deux incriminations diffère*"⁸⁷.

⁸⁰ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 6; X. Taton, "Le nouveau visage de la Commission des sanctions", *Séminaire Vanham & Vanham sur les réformes du secteur financier*, 2 décembre 2010, pp. 27-29; X. Taton, "Les nouvelles procédures de sanctions devant la FSMA et la BNB", *D.B.F.*, 2012, p. 102; A. Lecocq, "La jurisprudence européenne confirme la préséance du *non bis in idem*: le cas des abus de marché de Stevens à Pechiney II", *D.B.F.*, 2014/5, pp. 272-282.

⁸¹ Cass., 5 mai 1992, *Pas.*, I, 1992, p. 782; Cass., 22 février 1971, *Pas.*, I, 1971, p. 569.

⁸² Le principe "*non bis in idem*" est également consacré par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne et par les articles 54 à 58 de la convention d'application de l'Accord de Schengen qui s'appliquent lorsque les poursuites sont parallèlement introduites devant les autorités de deux Etats membres de l'Union européenne ou de deux Etats parties à l'Accord de Schengen.

⁸³ Article 73 de la Loi du 2 août 2002.

⁸⁴ Cass., 5 février 1999, *J.L.M.B.*, 1999, p. 537; Cass., 25 mai 1999, *R.W.*, 2000-2001, p. 25.

⁸⁵ C.E.D.H., *Sergueï Zolotoukhine c. Russie* du 10 février 2009.

⁸⁶ C.E.D.H., *Sergueï Zolotoukhine c. Russie* du 10 février 2009, §§ 70 à 77; X. Taton, "Le nouveau visage de la Commission des sanctions", *op. cit.*, pp. 27-29.

⁸⁷ C. const., 18 juin 2008, n° 37/2008. Voir également l'application qui en a été faite par la CBFA (Décision de sanction administrative en matière de délit d'initié du 17 décembre 2008, www.fsma.be).

Dans l'arrêt précité du 10 février 2009, la Cour européenne des droits de l'homme a harmonisé sa jurisprudence et relevé que:

"82. En conséquence, l'article 4 du Protocole no 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes. [...]

110. A l'instar de la chambre, la Cour rappelle que l'article 4 du Protocole no 7 ne vise pas seulement le cas d'une double condamnation, mais aussi celui des doubles poursuites (Franz Fischer, précité, § 29). Dans le cas contraire, il n'aurait pas été nécessaire de mettre le terme "poursuivi" avant le terme "puni", car il ne pourrait qu'en constituer un doublon. Cette disposition s'applique même si l'individu concerné n'a fait l'objet que de simples poursuites n'ayant pas abouti à une condamnation. La Cour souligne que l'article 4 du Protocole no 7 renferme trois garanties distinctes et dispose que nul i. ne peut être poursuivi, ii. jugé ou iii. puni deux fois pour les mêmes faits (Nikitine, précité, § 36)"⁸⁸.

En application de cette jurisprudence qui retient le critère des "mêmes faits", il ne fait plus de doute que le principe "*non bis in idem*" trouve à s'appliquer dans chaque situation où les mêmes faits d'abus de marché donnent lieu à la fois à une action pénale et à des poursuites administratives⁸⁹.

Sur la base de cet arrêt, le Conseil d'Etat⁹⁰ a souligné que l'article 73 de la Loi du 2 août 2002 n'était pas conforme au principe "*non bis in idem*". L'article 73 de la loi du 2 août 2002 prévoit en effet uniquement l'imputation des amendes administratives sur les amendes pénales.

Malgré cela, le législateur a maintenu le prescrit de l'article 73 de la Loi du 2 août 2002 en l'état, de sorte que cette disposition n'est pas conforme au droit international directement applicable lorsqu'il énonce que la situation de deux poursuites parallèles pour les mêmes faits se règle par l'imputation du montant de l'amende administrative sur celui de l'amende pénale⁹¹.

A l'occasion d'un avis rendu le 5 octobre 2009 sur le projet de loi relatif au statut des établissements de paiement, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement et à l'accès aux systèmes de paiement, le Conseil d'Etat a réitéré sa position au sujet de l'article 73 de la loi du 2 août 2002 en s'appuyant sur la jurisprudence *Zolotoukhine*⁹².

⁸⁸ A ce sujet, not. F. Lugentz, "Le principe *non bis in idem* et le cumul des sanctions pénale et administrative: la particularité des amendes fiscales", *Revue de droit pénal et de criminologie*, 2008, p. 1073; F. Krenc, "*Non bis in idem*: la grande chambre de la Cour européenne des droits de l'homme entend mettre fin à la cacophonie!", *Revue de droit pénal de l'entreprise*, 2009, pp. 335-340.

⁸⁹ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 7.

⁹⁰ Avis du C.E. précédant la loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi du 2 août 2003, Chambre 2009-2010, n° 52-2408/001.

⁹¹ X. Taton, "Le nouveau visage de la Commission des sanctions", *op. cit.*, p. 28.

⁹² Projet de loi relatif au statut des établissements de paiement, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement et à l'accès aux systèmes de paiement, Chambre, 2009-2010, n° 52 2182/001, pp. 89-90. Voir également C. const., 29 juillet 2010, arrêt n° 91/2010, n° B.4.5.; Cass., 25 mai 2011, *Revue de droit pénal et de criminologie*, 2011, p. 1186 avec la note F. Lugentz ; *J.T.*, 2011, p. 651.

Notons par ailleurs qu'aux termes d'un arrêt du 26 février 2013⁹³, la Cour de justice de l'Union européenne a confirmé que lorsqu'une sanction administrative (en l'espèce une sanction fiscale) revêt un caractère pénal au sens de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, et que cette sanction est devenue définitive, l'article 50 de la Charte s'oppose à ce que des poursuites pénales pour les mêmes faits soient diligentées contre une même personne.

Cette position a au demeurant été confirmée par le législateur européen lui-même. Les considérants 23 et 27 de la Directive 2014/57/UE indiquent en effet que:

"Lors de l'application du droit national transposant la présente directive, les États membres devraient veiller à ce que l'application de sanctions pénales en cas d'infractions conformément à la présente directive et de sanctions administratives conformément au règlement (UE) n° 596/2014 n'entraîne pas une violation du principe non bis in idem.

[...]

La présente directive respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne (ci-après dénommée «charte») tels qu'ils sont reconnus dans le traité sur l'Union européenne. Plus particulièrement, elle devrait être appliquée dans le respect [...] du droit à ne pas être jugé ou puni pénalement deux fois pour une même infraction (article 50)".

Il convient donc d'écarter l'application de l'article 73 de Loi du 2 août 2002 en ce qu'il viole le principe "*non bis in idem*" et de déclarer les poursuites irrecevables si une autre autorité a déjà été saisie des mêmes faits. Cette remarque est d'autant plus opportune que, depuis la modification du 2 juillet 2010, l'article 71 § 5 de la Loi du 2 août 2002 prévoit que dans les cas où le comité de direction de la FSMA décide d'engager une procédure qui peut mener à infliger une amende administrative et qu'il estime que l'un des griefs notifiés est susceptible de constituer une infraction pénale, le comité de direction doit informer le procureur du Roi qui pourra dès lors mettre en mouvement l'action publique sur les faits concernés.

⁹³ C.J.U.E., *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson*, 26 février 2013, C-617/10, § 34.

4. L'ABUS D'INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES (DÉLIT D'INITIÉ)

23. Notion - Le délit d'initié vise le comportement d'une personne disposant d'une information qualifiée de privilégiée relative à un instrument financier qui achète, vend ou recommande l'achat ou la vente de cet instrument en vue de réaliser un profit ou d'éviter une perte⁹⁴.

4.1 La notion d'information privilégiée

4.1.1 Définition

24. Introduction - Tant l'infraction administrative de délit d'initié, que l'infraction pénale repose sur l'existence d'une information privilégiée.

Il convient donc de définir les contours de cette notion avant de décrire les comportements interdits.

25. Définition - L'information privilégiée est définie à l'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002.

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".

Cette définition n'a pas été modifiée par le Règlement 596/2014.

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 (*cf. infra*).

4.1.2 Conditions

26. 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;

⁹⁴ B. Feron, "Les délits boursiers en droit belge et en droit comparé", *Les délits financiers - de financiële misdrijven*, Bruxelles, Bruylant, 2001, p. 43.

- 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.

Chacune de ces conditions est analysée ci-dessous.

4.1.2.1 L'information ne doit pas avoir été rendue publique

27. Pas de définition légale - Ni la Directive Abus de Marché, ni la Loi du 2 août 2002, ni désormais le Règlement 596/2014 ne précisent ce qu'il y a lieu d'entendre par la notion de publicité dont il est question à l'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002.

La *ratio legis*, dont il a été question ci-avant, pousse à circonscrire cette notion de "*public*" aux investisseurs actuels et potentiels qu'ils soient publics ou privés⁹⁵.

Ainsi, pour qu'une information soit considérée comme publique, elle doit être à la disposition de l'ensemble des investisseurs. Cette mise à disposition doit consister en une possibilité objective d'accès et non en une possession effective de l'information⁹⁶. *A contrario*, une information qui a été communiquée mais qui n'a pas été diffusée dans le public conserve un caractère privilégié dès lors qu'elle ne saurait être connue de l'ensemble des investisseurs actuels et potentiels⁹⁷. Ce sera, par exemple, le cas de l'information communiquée au cours d'une assemblée générale dans la mesure où elle n'est transmise qu'au nombre limité de personnes présentes⁹⁸.

Pour apprécier la possibilité pour les investisseurs actuels et potentiels d'avoir accès à l'information, il convient de se référer à l'investisseur moyen, normalement doté des moyens nécessaires à la collecte d'informations prises en compte par un investisseur raisonnable⁹⁹.

⁹⁵ J. Cerfontaine, *op.cit.*, n° 91; D. Devos, "Les opérations d'initiés en droit positif belge", *Rev. Banque*, 1991/8, p. 459; Y. De Cordt et G. Schaecken Willemaers, *op. cit.*, p. 349; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 161; B. Feron et M. Berlingin, "Les abus de marché", *op. cit.*, p. 13.

⁹⁶ B. Feron et O. Van Herstraeten, "L'exploitation abusive d'informations privilégiées, l'introduction en droit belge du délit d'initié, réflexions à la lumière du droit comparé", *J.T.*, 1989, p. 575; D. Devos, "Les opérations d'initiés en droit positif belge", *op. cit.*, p. 458; Th. L'Homme, "Les opérations d'initiés en droit belge et en droit européen", *Revue de droit international et de droit comparé*, 1994, p. 352 ; K. Geens et B. Servaes, "Misbruik van voorkennis na de wet van 6 april 1995: weinig nieuws onder de zon", *Le droit des affaires en évolution - L'entreprise face au droit pénal*, Bruxelles, Bruylant, 1995, p. 103; Th. Afschrift, "Le délit d'initié", *Manuel de droit pénal financier*, Kluwer, 2001, pp. 488-489; Voir également Mons, 30 juin 2000, *Rev. Banque*, 2000, p. 549.

⁹⁷ K. Geens et B. Servaes, *op. cit.*, p. 103; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht et Ph. Malherbe, *Droit des sociétés*, 4° éd., Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 1449.

⁹⁸ FSMA, Questions et réponses relatives aux abus de marché, www.fsma.be.

⁹⁹ J. Spreutels, F. Roggen et E. Roger France, *Droit pénal des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 579; F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 8; D. Devos, "Les opérations d'initiés en droit positif belge", *op. cit.*, p. 458; X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 11; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 14.

Sur cette base, on peut considérer qu'une information reste privilégiée¹⁰⁰:

- si elle n'est portée à la connaissance que d'un nombre limité de personnes (par exemple les seuls actionnaires de la société concernée) par rapport à l'ensemble des partenaires du marché boursier;
- si elle est publiée dans un périodique au tirage limité et à l'audience restreinte, *a fortiori* s'il ne s'agit pas d'un journal spécialisé dans le domaine économique ou financier;
- si elle est simplement annoncée à une réunion d'assemblée générale (où la presse n'est pas présente ou convoquée) ou si l'information n'est diffusée que par l'intermédiaire d'un réseau de télécopieurs dont l'accès est réservé à des abonnés en nombre limité.

28. Délai d'attente - Il y a lieu d'attendre un délai raisonnable à la suite de la communication d'une information afin de pouvoir considérer que cette dernière a perdu son caractère privilégié, ledit délai variant en fonction du mode de communication utilisé¹⁰¹.

La solution idéale consisterait, selon nous, à procéder à une analyse au cas par cas du moment à partir duquel l'ensemble des investisseurs actuels et potentiels ont accès à l'information, seule solution tout à fait conforme à la *ratio legis* de la réglementation relative aux abus de marché.

Force est cependant de constater que cette solution idéale est difficile à mettre en œuvre. Certains auteurs ont dès lors tenté d'objectiver le moment à partir duquel l'information devient publique et perd de ce fait son caractère privilégié. Certains estiment ainsi qu'un délai d'une heure est un délai raisonnable pour considérer qu'une information diffusée sur internet pendant les heures de bourse perd son caractère privilégié, en raison du fait que les investisseurs ont la possibilité de se tenir au courant en permanence par ce biais¹⁰². D'autres auteurs soutiennent cependant qu'il y a lieu en outre d'attendre un certain délai, qui ne peut dépasser 24 heures, pour permettre aux investisseurs d'assimiler l'information¹⁰³.

Selon F. Lefèvre, la FSMA considère qu'un délai de 30 minutes est nécessaire pour qu'une information communiquée par internet perde son caractère privilégié à moins que l'information revête un caractère particulièrement complexe imposant au marché un temps d'intégration plus long¹⁰⁴.

Nous nous rallions à ces positions, étant confrontés à la nécessité pour la sécurité juridique de fixer une limite objective permettant de déterminer avec précision le moment à partir duquel, en tout état de cause, l'information a perdu son caractère privilégié et peut être utilisée par un initié. Nous sommes cependant bien conscient du fait que cela revient en réalité à pénaliser ce dernier. En effet, le délai d'une heure, voire même de 30 minutes, précité nous paraît bien trop important pour une information qui serait, par exemple, communiquée sur le site internet d'un quotidien de la presse économique. Il ne

¹⁰⁰ Voir notamment: B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 162; D. Devos, "Les opérations d'initiés en droit positif belge", *op. cit.*, p. 458.

¹⁰¹ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 8; Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 350.

¹⁰² Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 350; X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, pp. 3 et s.

¹⁰³ K. Geens et B. Servaes, *op. cit.*, p. 104; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht et Ph. Malherbe, *op. cit.*, p. 1449.

¹⁰⁴ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 9.

faudra dans ce cas que quelques minutes à un investisseur prompt et attentif pour utiliser l'information à bon escient. L'initié serait donc clairement pénalisé. Nous pensons donc qu'en tout état de cause l'initié doit rester libre de pouvoir établir que l'information a perdu son caractère privilégié avant l'écoulement du délai précité, étant entendu qu'après l'écoulement dudit délai, il ne risquera en tout état de cause plus de se faire sanctionner sous la réserve d'informations complexes qui imposent au marché un temps d'intégration plus long.

29. Moyen de communication de l'information - Il importe peu que l'information ait été communiquée par l'émetteur ou non, ou encore qu'elle ait été opérée par le mode de communication imposé¹⁰⁵. Il conviendra d'analyser la situation au cas par cas, le CESR¹⁰⁶ ayant précisé à cet égard que l'information peut perdre son caractère privilégié même si elle a été diffusée par l'émetteur sans passer par les mécanismes de communication imposés par la loi¹⁰⁷. Dès lors, l'utilisation d'une information ne pourra être sanctionnée si elle est devenue publique par le biais d'une méthode non autorisée par l'émetteur ou par un tiers¹⁰⁸.

Il ne peut plus être contesté aujourd'hui qu'une publication par le biais d'internet, dont l'accès n'est pas limité, rend en principe l'information publique et ce d'autant plus que la tendance actuelle évolue clairement dans le sens d'une publication des informations sociétaires par ce biais¹⁰⁹.

4.1.2.2 L'information doit avoir un caractère précis¹¹⁰

A. Principes

30. 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".

¹⁰⁵ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 8.

¹⁰⁶ Le Committee of European Securities Regulators (CESR) est devenu l'European Securities and Markets Authorities (ESMA) ou, en français, Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) depuis le 1^{er} janvier 2011. Nous continuons cependant à utiliser la dénomination "CESR", applicable au moment des recommandations auxquelles il est fait référence.

¹⁰⁷ 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° 1.9.

¹⁰⁸ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 8.

¹⁰⁹ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 163.

¹¹⁰ 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. Voir également E. Vandendriessche, "De (ruime) interpretatie van het concept 'voorwetenschap' door het Europese Hof van Justitie in het *Geltl*-arrest - De vereiste graad van nauwkeurigheid van koersgevoelige informatie in een in de tijd gespreid proces", *R.D.C.*, 2013, pp. 179-188.

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 marché¹¹¹ et est reprise à l'article 7.2 du Règlement 596/2014.

31. 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 spécificité¹¹².

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 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*"¹¹³. 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. Le considérant 1 de la directive 2003/124 de la Commission du 22 décembre 2003 précise dans ce sens 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. [...]"*¹¹⁴.

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

B. Test de matérialité

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

¹¹¹ J.O.U.E., 24 décembre 2003.

¹¹² 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 Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 164; J. Malherbe, Y. De Cordt, Ph. Lambrecht et Ph. Malherbe, *op. cit.*, p. 1448; D. Devos, *op. cit.*, pp. 459-460. Sur cette base, ont été considérés comme suffisamment précis: un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même si l'existence d'aléas inhérents à toute opération de cette nature subsistait quant à la réalisation effective de ce projet; la connaissance de l'existence de pertes même si elles n'étaient pas exactement chiffrées; la connaissance des difficultés financières de la société qui devaient la conduire très prochainement à déposer son bilan; le fait pour un architecte de voir deux PDG sortir d'un bureau avec un large sourire alors que les journaux évoquaient la possibilité d'un rapprochement entre leurs entreprises; la connaissance de pourparlers confidentiels suffisamment engagés pour avoir des chances raisonnables d'aboutir.

¹¹³ 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.

¹¹⁴ Nous soulignons.

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 la simple conjecture¹¹⁵. 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 marché¹¹⁶.

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 significative¹¹⁷ d'intervenir dans le futur, "*un degré suffisant de certitude quant à la réalisation du projet envisagé*"¹¹⁸. 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 redelijkerwijs te verwachten situatie of gebeurtenis impliceert derhalve dat de informatie betrekking moet hebben op een voldoende zekere aangelegenheid*"¹¹⁹. Un degré suffisant de certitude est dès lors nécessaire¹²⁰.

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 Marché¹²¹ définit l'information à caractère précis comme "*un élément tangible ou un événement ayant une probabilité significative d'intervenir dans le futur*"¹²². La probabilité d'un événement à venir doit donc être, selon ce texte, "*significative*" c'est-à-dire nettement marquée¹²³. Cette définition a cependant été supprimée du texte de la Directive Abus de Marché, le Conseil ayant estimé qu'elle pourrait restreindre la portée du texte. Cette définition n'en est pas moins éclairante de la volonté du législateur européen quant aux contours de la notion de "caractère précis".

¹¹⁵ 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. Voir également Chr. Evers, B. Feron, B. Malvaux, Th. Partsch, B. Taevernier, P. Tytgat, *Le rachat d'actions propres, Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, 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.

¹¹⁶ 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.

¹¹⁷ B. Feron et P.-P. Du Chatelet, "Les délits de marchés", *Traité pratique de droit commercial*, t.V, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 265.

¹¹⁸ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 350.

¹¹⁹ M. Wauters, "Handel met voorkennis en marktmanipulatie. Het nieuwe recht toegepast", *op. cit.*, p. 9; Voir aussi K. Geens et M. Wauters, "Insider trading en andere vormen van marktmisbruik", *op. cit.*, pp. 384 à 461.

¹²⁰ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 350.

¹²¹ 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'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (COM(2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)), art. 1.1 b).

¹²² 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'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) du 27 février 2002 (COM(2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)).

¹²³ "Significatif: qui signifie nettement, exprime clairement quelque chose" Le Petit Robert, Paris, Robert/Seuil, 2003, p. 2427.

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 Commission¹²⁴.

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"*¹²⁵. 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 (*cf. infra*) 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.

33. Élargissement de la définition suite à l'arrêt *Geltl* de la CJUE¹²⁶ - 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'information¹²⁷.

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 3¹²⁸.

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.

¹²⁴ Position commune arrêtée par le Conseil en vue de l'adoption de la directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) du 1^{er} juillet 2002, 2001/0118 (COD).

¹²⁵ Le Règlement 596/2014 définit désormais le caractère précis de l'information ainsi que son impact anticipé.

¹²⁶ C.J.U.E., 28 juin 2012, *J.O.U.E.*, C 258, 25 août 2012, pp. 5-6.

¹²⁷ Voir notamment 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.

¹²⁸ 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.

La Cour en conclut dès lors que l'article 1^{er} § 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.

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.

34. Difficultés soulevées par la définition du caractère précis de l'information donnée par la CJUE¹²⁹ - 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 importantes difficultés 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 suite à 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*).

35. Notion peu compatible avec la réalité de la vie des affaires - Le premier problème réside dans les difficultés pratiques que pourrait causer cette définition¹³⁰. 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 serait même susceptible, dans certains cas, de constituer une manipulation de cours¹³¹.

¹²⁹ 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.*, pp. 61 et s.

¹³⁰ Voir dans ce sens M. Fyon, "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.

¹³¹ Voir dans ce sens A. Sotiropoulou, *Les obligations d'informations des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, Bruxelles, Larcier, 2012, p. 216, qui relève que l'émetteur court 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.

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*"¹³².

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 abouti¹³³. *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 2010¹³⁴ 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 décision¹³⁵, la Commission des sanctions 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.

36. 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

¹³² X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, p. 9

¹³³ Gand, 3 novembre 2005, *T.R.V.*, 2005, p. 400. Voir également Bruxelles, 4 décembre 2012, inédit.

¹³⁴ Décision de la Commission des sanctions du 21 mai 2010, *Rapport annuel de la CBFA 2009-2010*, p. 68.

¹³⁵ Décision de la Commission des sanctions, *Rapport annuel de la CBFA 2008-2009*, p. 85.

Voir également Décision du Comité de direction du 4 avril 2006, disponible sur le site de la FSMA: www.fsma.be; Décision de la Commission des sanctions du 28 avril 2010, disponible sur le site de la FSMA: www.fsma.be; Décision du Comité de direction, *Rapport annuel de la CBFA 2006*, pp. 79-80.

possible¹³⁶. 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 émetteurs¹³⁷. 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.

Le problème provient en réalité du fait que de l'existence d'une information privilégiée découlent deux conséquences cumulatives¹³⁸: 1) il est interdit d'user de cette information pour réaliser un profit ou éviter une perte (interdiction des délits d'initiés) 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.

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'initiés et les manipulations de marché du 20 octobre 2011¹³⁹ en indiquant qu' *"Il 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'initiés devrait s'appliquer, mais pas l'obligation de publication de ces informations par l'émetteur"*¹⁴⁰.

Une telle 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'acquérir des titres lorsqu'on est en possession d'une telle information, permettrait d'atténuer la difficulté décrite ci-dessus. Ce n'est cependant pas le cas de la seconde difficulté analysée ci-dessous.

37. 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 manque criant de sécurité juridique qu'elle crée.

¹³⁶ E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.*, pp. 563-564.

¹³⁷ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 9; F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 4.

¹³⁸ 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).

¹³⁹ 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).

¹⁴⁰ Cette position n'est toutefois pas reprise d'une manière aussi explicite dans le préambule du Règlement 596/2014.

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 sanctionné¹⁴¹. 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*"¹⁴². La Cour de justice a également consacré le principe de sécurité juridique exigeant que la base légale d'une infraction soit accessible, claire, précise et prévisible¹⁴³ renvoyant même à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme¹⁴⁴.

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 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 la frontière entre le vraisemblable qui peut n'être que faiblement probable, voire improbable, et l'invraisemblable? On conviendra aisément que les exigences de clarté, précision et prévisibilité sont loin d'être remplies.

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

38. 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

¹⁴¹ 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. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 10.

¹⁴² 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; Voir également sur ce point: M.-A. Beernaert, M. De Rue et L. Wattier, "L'accessibilité et l'intelligibilité du droit contemporain en matière pénale", *Liber Amicorum H.-D Bosly. Loyauté, justice et vérité*, Bruxelles, La Charte, 2009, p. 27; M. van de Kerkhove et Fr. Tulkens, *Introduction au droit pénal. Aspects juridiques et criminologiques*, Diegem, 1999, p. 190. Voir également l'avis du Conseil d'Etat sur le projet de loi du 12 mars 1997 relatif aux organisations criminelles: Avis C.E., *Doc. Parl.*, Chambre, 1996-1997, n° 954/1, p.13.

¹⁴³ C.J.U.E., 3 juin 2008, *The Queen/Secretary of State for Transport*, C-308/06.

¹⁴⁴ C.J.C.E., 12 décembre 1996, X., C-74/95; C.J.U.E., 28 juin 2005, *Dansk Rorindustri e.a.*, C-189/02 P; C.J.C.E., 9 juillet 1981, *Gondrand*, 169/80; C.J.C.E., 13 février 1996, *Es Douane Agenten*, C-143/93.

*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*¹⁴⁵.

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 produiront¹⁴⁶.

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 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 7.2 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 privilégiée¹⁴⁷.

39. 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 suffisante¹⁴⁸. 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'offre¹⁴⁹.

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 concernées¹⁵⁰.

¹⁴⁵ 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.

¹⁴⁶ A cet égard, voir notamment la décision du 2 octobre 2014 de la Commission des sanctions de la FSMA, disponible sur www.fsma.be.

¹⁴⁷ Article 7.2 du Règlement 596/2014 et considérant 16 du Règlement 596/2014.

¹⁴⁸ F. Lefèvre, "Le délit d'initié : infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 10.

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ 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.

C. Test de spécificité

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

L'information doit, selon ce critère, être suffisamment "spécifique, claire et complète"¹⁵¹ pour influencer un investisseur raisonnable¹⁵² quant à l'opportunité d'acheter ou de vendre avec un risque très limité¹⁵³. 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.

La doctrine estime qu'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 limité¹⁵⁴.

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 sont déterminés qu'il sera possible de déterminer de manière spécifique, claire et complète son impact ainsi que le sens de cet impact, susceptible d'influencer un investisseur raisonnable quant à l'opportunité d'acheter ou de vendre avec un risque très limité¹⁵⁵.

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 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"*¹⁵⁶.

41. 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

¹⁵¹ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 352. Voir également J.-F. Renucci, "Les frontières du délit d'initié", *Dalloz Affaires*, 1996, p. 405.

¹⁵² 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/02-089d, n° 27.

¹⁵³ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 11.

¹⁵⁴ P.-A. Foriers et C. Tubeuf, *op. cit.*, n° 8; X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, p. 10.

¹⁵⁵ Exemple tiré de X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, p. 10.

¹⁵⁶ 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.

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.

42. Appréciation (suite) - Dans l'évaluation de la spécificité de l'information, Y. De Cordt et G. Schaeken 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 1995¹⁵⁷ 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. 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 juridique¹⁵⁸.

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 concernée¹⁵⁹.

43. Arrêt Lafonta - A 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 européenne¹⁶⁰ est récemment venu modifier sensiblement l'appréciation de la spécificité de l'information, selon nous, de manière tout aussi discutable.

¹⁵⁷ Cass. fr. com., 26 juin 1995, *Rev. Sociétés*, 1995, p. 570; *J.C.P. éd. E*, 1996, II, n° 766 et note A. Viandier. Pour un exposé des faits de cette affaire, Ph. Lambrecht, "Le point à propos du délit d'initié", *Rev. dr. U.L.B.*, 1997, p. 113.

¹⁵⁸ *Contra* F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 11.

¹⁵⁹ Décision de la Commission des sanctions [X], *Rapport annuel de la CBFA 2009-2010*, p. 66.

¹⁶⁰ C.J.U.E., 11 mars 2015, *Jean-Bernard Lafonta c. Autorités des marchés financiers*, C-628/13.

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:

"[...] 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 limité¹⁶¹.

La Cour de justice justifie sa position par le fait qu'une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable 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 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".

Cette position nous paraît difficilement acceptable. Comment peut-on en effet affirmer que le sens de la variation de cours n'est pas déterminant quant à la décision d'investissement? Bien au contraire, un investisseur raisonnable - défini par les recommandations du CESR comme une personne qui réfléchit et se comporte d'une façon rationnelle¹⁶² - 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 contradiction frontale avec les recommandation du CESR citées ci-dessus et qui renvoient expressément à la possibilité pour l'investisseur raisonnable de *"take an*

¹⁶¹ P.-A. Foriers et C. Tubeuf, *op. cit.*, n° 8; X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, p. 10.

¹⁶² CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, n° 27.

*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*¹⁶³.

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 nous semble qu'il ne justifie en rien la position de la Cour. 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.

A la suite de l'arrêt Lafonta, il apparaît de plus en plus compliqué de faire la distinction entre la condition de sensibilité de l'information (*cf. infra*) et le caractère spécifique de l'information.

4.1.2.3 L'information doit être susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers

44. Notion - Pour constituer une information privilégiée, l'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002 relève que 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.

Suivant cette même disposition,

"une information est considérée comme susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés lorsqu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser cette information en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement".

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 marché¹⁶⁴ et est reprise à l'article 7.4 du Règlement 596/2014.

45. Evaluation - Il convient donc que l'information constitue un des fondements de la décision d'investissement sans pour autant qu'elle en soit la cause déterminante ou encore la seule cause¹⁶⁵.

¹⁶³ 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.

¹⁶⁴ J.O.U.E., 24 décembre 2003, article 1.2.

¹⁶⁵ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 354.

Le critère énoncé par la Directive 2003/124/CE pose à nouveau la question de savoir ce que l'on entend par "investisseur raisonnable". Pour rappel, les recommandations du CESR précisent qu'un investisseur raisonnable est une personne qui réfléchit et se comporte d'une façon rationnelle. Se pose cependant la question de savoir si le type d'investisseur (investisseur institutionnel, investisseur professionnel, investisseur qualifié, client professionnel, client de détail, contrepartie éligible) doit être pris en compte¹⁶⁶. Comme nous l'avons relevé plus haut, nous estimons 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 juridique¹⁶⁷.

Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers¹⁶⁸ optent pour le critère séduisant de l'investisseur qui dispose d'"une certaine éducation financière" en raison du fait que cette solution semble être la plus proche de la réalité des marchés financiers où intervienne le plus souvent de manière directe cette catégorie d'investisseurs. Cette solution nous paraît la plus pragmatique même s'il reste à définir ce qu'est "une certaine éducation financière". Les critères fournis par le CESR (*cf. infra*) seront à cet égard d'une grande aide.

46. Evaluation ex ante - Il importe pour apprécier cette condition, de se baser sur les informations disponibles *ex ante*, c'est-à-dire avant la divulgation de l'information¹⁶⁹. Ainsi, si les informations disponibles *ex post* peuvent servir à vérifier l'hypothèse de sensibilité de l'information disponible *ex ante*, elles ne peuvent pas être utilisées pour poursuivre une personne qui aurait tiré des conclusions raisonnables des informations dont elle disposait *ex ante*¹⁷⁰.

Au travers d'une formule malheureuse¹⁷¹, le CESR souligne cependant dans ses recommandations qu'une information peut être considérée comme susceptible d'influencer le cours même si, une fois l'information publiée, elle n'affecte en réalité aucunement le prix¹⁷². Ceci est exact en théorie. Cependant, il faut souligner que si le marché n'a pas réagi à la divulgation de l'information concernée, c'est que ladite information n'était vraisemblablement pas de nature à influencer la décision d'investissement d'un investisseur raisonnable. Il s'agit précisément d'une application de la vérification *ex post* de l'hypothèse de sensibilité de l'information disponible dont fait mention le considérant 2 de la Directive 2003/124/CE ainsi que le considérant 15 du Règlement 596/2014¹⁷³.

47. Evaluation (suite) - L'appréciation de la sensibilité doit par ailleurs s'opérer en tenant compte de 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

¹⁶⁶ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 8.

¹⁶⁷ *Contra* F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 11.

¹⁶⁸ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 354.

¹⁶⁹ Considérant 1 de la Directive 2003/124/CE; Rapport au Roi, M.B., 9 septembre 2005.

¹⁷⁰ Considérant 2 de la Directive 2003/124/CE. Voir également Cass., 16 mai 2006, Aff. Ter Beke, T.R.V., 2006, p. 484. Voir aussi considérants 14 et 15 du Règlement 596/2014.

¹⁷¹ Voir sur ce point F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 13.

¹⁷² Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, n° 22.

¹⁷³ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 13; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 26.

d'exercer une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié¹⁷⁴.

Les recommandations du CESR précisent que l'évaluation de la possibilité d'avoir une influence sur le cours pose en réalité la question de la détermination du degré de probabilité avec lequel l'effet peut raisonnablement être anticipé sur la base de l'information concernée. Ainsi, la simple possibilité qu'une information puisse avoir un effet significatif sur le cours n'est pas suffisante, étant entendu qu'un niveau de probabilité proche de la certitude n'est pas non plus nécessaire¹⁷⁵.

Les recommandations du CESR fournissent quatre facteurs à prendre en compte dans l'évaluation de la sensibilité de l'information¹⁷⁶, qui s'inspirent du contenu du considérant 1 de la directive de la commission 2003/124/EC dont question ci avant:

- "I. The anticipated magnitude of the matter or event in question in the context of the totality of the company's activity;*
- II. The relevance of the information regarding the main determinants of the financial instrument's price;*
- III. The reliability of the source;*
- IV. Market variables that affect the price of the financial instrument in question (these variables could include prices, returns, volatilities, liquidity, relationships among financial instruments, volume, supply, demand, etc.)".*

Ces recommandations relèvent encore que l'application de ces critères implique qu'une information pourra être sensible pour une société alors qu'elle ne le sera pas pour une autre. Ainsi, comme le relève le CESR, la volatilité de titres "blue-ship" est typiquement moins importante que celle d'autres sociétés dont les titres sont moins nombreux sur le marché et moins liquides. De même, le CESR souligne que des mouvements importants sur le prix des actions de grandes sociétés sont relativement rares, ce qui ne signifie pas qu'un mouvement de prix limité ne doive pas être considéré comme significatif.

Comme le relève très justement F. Lefèvre s'appuyant sur les recommandations du CESR¹⁷⁷, "ces critères ne sont qu'indicatifs, et l'effet peut varier fortement d'une société à l'autre en fonction de facteurs tels que la taille de la société, ses développements récents, l'approche du marché à propos de la société, le secteur dans lequel elle opère"¹⁷⁸.

¹⁷⁴ Considérant 1 de la Directive 2003/124/CE. Voir aussi considérant 14 du Règlement 596/2014.

¹⁷⁵ Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, n° 23 et 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° 1.12.

¹⁷⁶ Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, n°27 et 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° 1.13.

¹⁷⁷ 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° 1.14.

¹⁷⁸ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 13.

Le CESR ajoute encore trois critères qu'il convient de prendre en considération:

- *"the type of information is the same as information which has, in the past, had a significant effect on prices,*
- *pre-existing analysts research reports and opinions indicate that the type of information in question is price sensitive,*
- *the company itself has already treated similar events as inside information"*¹⁷⁹.

A nouveau, comme le relève expressément le CESR, ces critères ne sont qu'indicatifs et ne doivent pas être considérés comme des éléments établissant nécessairement l'existence d'un effet significatif sur le prix¹⁸⁰.

Finalement, en ce qui concerne l'intensité de la sensibilité, la doctrine et la jurisprudence majoritaires considèrent qu'une influence marginale et non substantielle du cours ne peut être prise en considération¹⁸¹.

48. Exemples - Dans sa Circulaire FMI/2012-01 relative aux *"Obligations incombant aux émetteurs cotés sur un marché réglementé"*¹⁸², la FSMA estime, quant à elle, à titre d'exemples, que peuvent être considérés comme informations sensibles:

- un avertissement concernant le chiffre d'affaires et/ou les bénéfices (*profit warning*);
- une modification dans la composition du conseil d'administration;
- le versement d'un dividende;
- l'annonce de l'acquisition ou de la cession d'une entreprise ou d'une activité.

49. Absence de clarté - Force est de constater que, malgré les exemples fournis tant par le CESR que par les législateurs européen et belge ainsi que par la FSMA, les contours de la notion d'information pouvant avoir un impact sur le cours restent peu clairs, d'autant qu'il a été précisé qu'il n'est pas nécessaire que l'information ait été déterminante à la décision d'investissement. Ainsi, comme le relèvent X. Dieux et D. Willermain, *"c'est donc, en définitive, à l'autorité de contrôle et au juge pénal qu'il reviendra, en tout état de cause, de décider de ce qu'il en est, avec tous les aléas que des appréciations de cette nature comporte. On est très loin de l'objectif de sécurité juridique à la réalisation duquel ces définitions sont censées contribuer"*¹⁸³.

¹⁷⁹ 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° 1.14.

¹⁸⁰ *Ibid.*

¹⁸¹ Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *op. cit.*, p. 355; K. Geens en M. Wauters, "Insider trading en andere vormen van marktmisbruik", *Financiële wetgeving – de tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2005, p. 398 et références citées.

¹⁸² www.fsma.be

¹⁸³ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, pp. 8-9.

4.1.2.4 L'information doit concerner directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers

50. Notion d'instrument financier - La notion d'instrument financier est définie à l'article 2, 1° de la Loi du 2 août 2002 auquel nous renvoyons le lecteur.

Par ailleurs, comme indiqué ci-dessus, la notion d'instrument financier telle que définie dans le Règlement 596/2014 a été alignée sur la définition reprise à l'article 4, paragraphe 1, point 15) de la directive 2014/65/UE (MiFID II)¹⁸⁴.

51. Marchés concernés par les comportements interdits - Dans le cadre de la définition des comportements interdits (*cf. infra*), il est précisé que les instruments financiers doivent être admis à la négociation sur un marché réglementé belge¹⁸⁵ ou sur tout autre marché ou système de négociation alternatif et désigné par le Roi sur avis de la FSMA.

Sont également visés les instruments financiers admis sur un marché réglementé étranger¹⁸⁶ ou sur tout autre marché ou système de négociation alternatif organisé à l'étranger et désigné par le Roi sur avis de la FSMA pour autant cependant que les actes incriminés aient été accomplis en Belgique¹⁸⁷.

De même, sont concernés les instruments financiers qui font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur les marchés ou systèmes belges ou étrangers précités¹⁸⁸. L'extension de la notion d'information privilégiée aux informations concernant des instruments financiers en cours d'admission a pour objectif d'éviter que certaines personnes proches d'un émetteur abusent d'informations privilégiées lors de l'introduction de ces instruments financiers à la négociation. Avant l'admission, ces personnes pourraient en effet se constituer une participation en utilisant l'information qu'ils détiennent, pour revendre ensuite cette participation avec bénéfice une fois l'instrument financier admis à la négociation¹⁸⁹.

Des informations relatives à des instruments non-admis sur un marché réglementé ou sur tout autre marché ou système de négociation alternatif mais dont la valeur dépend d'un instrument coté sur un tel

¹⁸⁴ 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.

¹⁸⁵ Article 2, 5° de la Loi du 2 août 2002: "Marché réglementé belge: un système multilatéral, exploité et/ou géré par une entreprise de marché, qui assure ou facilite la rencontre - en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires - de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du chapitre II".

¹⁸⁶ Article 2, 6° de la Loi du 2 août 2002: "Marché réglementé étranger: tout marché d'instruments financiers qui est organisé par une entreprise de marché dont l'Etat d'origine est un Etat membre de l'Espace économique européen autre que la Belgique et qui a été agréé dans cet Etat membre en qualité de marché réglementé en application du titre III de la Directive 2004/39/CE" (MiFID).

¹⁸⁷ Articles 25 §3 et 40 §4 de la Loi du 2 août 2002. B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 169. Pour d'autres exemples, voir Ph. Lambrecht, "Les opérations d'initiés dans la Directive sur les Abus de Marché", *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten – Deel II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, p. 361.

¹⁸⁸ Articles 25, § 3 et 40, §4, 1° de la Loi du 2 août 2002.

¹⁸⁹ Ph. Lambrecht, "Les opérations d'initiés dans la Directive sur les Abus de Marché", *op. cit.*, p. 363; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 169.

marché ou système de négociation alternatif pourront également constituer une information privilégiée. Il en est de même des informations qui concernent les émetteurs de ces instruments financiers ou une société liée à ces émetteurs¹⁹⁰.

Comme précisé ci-dessus, à la suite de l'adoption du Règlement 596/2014, la liste des marchés concernés a été élargie (*cf. supra*).

52. Marchés concernés par les comportements interdits (suite) - Il a été relevé ci-dessus que si la Loi du 2 août 2002 ne vise directement que les marchés réglementés, elle permet également au Roi d'étendre la portée des obligations qui y sont prévues à tout autre marché ou système de négociation alternatif et désigné par le Roi sur avis de la FSMA.

Le Roi a fait usage de son pouvoir d'extension au niveau belge en déclarant les dispositions pénales applicables aux instruments financiers admis à la négociation sur le Marché Libre, Alternext, Easynext et Trading Facility¹⁹¹. Par contre, l'infraction administrative n'a été rendue applicable qu'aux instruments admis sur Alternext, Easynext et Trading Facility¹⁹², et non aux instruments admis sur le Marché Libre. Cela devrait toutefois changer à la suite de l'adoption du Règlement 596/2014, qui élargit le champ d'application de la réglementation également aux systèmes de négociation de gré à gré (OTC) (*cf. supra*).

53. Lien direct ou indirect - La définition de la notion d'information privilégiée donnée par la Loi du 2 août 2002 précise que l'information peut concerner soit directement, soit indirectement l'émetteur ou l'instrument financier concerné.

Cet ajout permet ainsi de viser des informations se rapportant à d'autres émetteurs ou instruments (*e.g.* une filiale de la société admise sur le marché) ainsi que des développements d'ordre politique, réglementaire ou scientifique, mais qui se situent spécifiquement dans la sphère d'activité de l'émetteur concerné et qui peuvent avoir une influence significative sur l'appréciation des perspectives de l'émetteur ou de l'instrument financier (*e.g.* la prévision de ventes négatives pouvant influencer le cours de l'action d'un fournisseur ou d'un sous-traitant)¹⁹³. Par contre, une information ne sera pas privilégiée si elle a trait strictement aux conditions générales du marché ou au climat politique général¹⁹⁴.

Le CESR résume cela très clairement dans ses recommandations dans les termes suivants:

"The source of the "inside information" can be located inside the issuer's sphere as well as outside the issuer's sphere. Any kind of information, which is generally relevant to the market position of an issuer, can be regarded as relating to that issuer. This can be information on events that impact the issuer's assets and liabilities, the financial position, general business

¹⁹⁰ Articles 25 §3 et 40 §4 de la Loi du 2 août 2002.

¹⁹¹ Article 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.

¹⁹² Article 8 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation, *M.B.*, 27 août 2008.

¹⁹³ *Doc. Parl.* Chambre, 2001-2002, Doc. 50, n° 1842/001 et 1843/001, pp. 39-40.

¹⁹⁴ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 171.

*operations or organisation and personnel matters as well as material market information about that industry or sector, caused by political, economic or even environmental events*¹⁹⁵.

54. Information externe ou interne - L'information peut en outre concerner l'émetteur ou l'instrument financier, soit de façon interne (*e.g.* distribution de dividendes, fusion, changement de management, changement de politique d'investissement, *etc.*), soit de façon externe à l'émetteur (*e.g.* préparation d'une OPA, faillite d'un concurrent, *etc.*)¹⁹⁶.

Ainsi, une information qui pourrait influencer de façon sensible l'évolution et la formation des cours d'un marché réglementé dans son ensemble pourrait, bien qu'indirecte et externe, être considérée comme une information concernant un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers¹⁹⁷. Ce sera, par exemple, le cas de statistiques économiques importantes non publiques et susceptibles d'entraîner une hausse ou une baisse sensible de tel ou tel instrument financier¹⁹⁸. Il en sera de même pour une information émanant d'une source autre que l'émetteur concerné (investisseurs institutionnels, autorités de contrôle, banque centrale) portant, par exemple, sur une modification notable des taux des crédits bancaires tout comme d'une information relative à un important ordre de bourse de nature à entraîner par sa seule exécution (eu égard au volume du marché en cause) une variation des cours¹⁹⁹.

55. Listes d'exemples du CESR - Les recommandations du CESR fournissent des listes non exhaustives d'exemples de circonstances qui affectent l'émetteur et qui peuvent, dès lors, constituer une information privilégiée. Il est évidemment clair, comme le rappelle expressément le CESR, que le fait qu'un événement n'apparaisse pas dans la liste ne signifie pas qu'il ne peut être considéré comme une information privilégiée. *A contrario*, le fait qu'un événement s'y retrouve ne signifie pas qu'il s'agisse automatiquement d'une information privilégiée. Il conviendra de vérifier au cas par cas le respect des conditions énoncées par l'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002.

Ainsi, les recommandations dressent la liste d'exemples suivante de circonstances qui affectent directement l'émetteur et qui peuvent constituer une information privilégiée²⁰⁰:

- *"Operating business performance;*
- *Changes in control and control agreements;*
- *Changes in management and supervisory boards;*
- *Changes in auditors or any other information related to the auditors' activity;*
- *Operations involving the capital or the issue of debt securities or warrants to buy or subscribe securities;*
- *Decisions to increase or decrease the share capital;*
- *Mergers, splits and spin-offs;*

¹⁹⁵ Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, n° 31.

¹⁹⁶ T. L'Homme, *op. cit.*, pp. 361-362; J. Cerfontaine, *op. cit.*, p. 144; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 171.

¹⁹⁷ Considérant 16 de la Directive Abus de Marché.

¹⁹⁸ Ph. Lambrecht, "Les opérations d'initiés dans la Directive sur les Abus de Marché", *op. cit.*, p. 363.

¹⁹⁹ D. Devos, "Les opérations d'initiés en droit positif belge", *op. cit.*, p. 460; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 22.

²⁰⁰ 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°1.15.

- Purchase or disposal of equity interests or other major assets or branches of corporate activity;
- Restructurings or reorganizations that have an effect on the issuer's assets and liabilities, financial position or profits and losses;
- Decisions concerning buy-back programmes or transactions in other listed financial instruments;
- Changes in the class rights of the issuer's own listed shares;
- Filing of petitions in bankruptcy or the issuing of orders for bankruptcy proceedings;
- Legal disputes;
- Revocation or cancellation of credit lines by one or more banks;
- Dissolution or verification of a cause of dissolution;
- Changes in the assets' value;
- Insolvency of relevant debtors;
- Reduction of real properties' values;
- Physical destruction of uninsured goods;
- New licences, patents, registered trade marks;
- Decrease or increase in value of financial instruments in portfolio;
- Decrease in value of patents or rights or intangible assets due to market innovation;
- Receiving acquisition bids for relevant assets;
- Innovative products or processes;
- Product liability or environmental damages cases;
- Changes in expected earnings or losses;
- Orders received from customers, their cancellation or important changes;
- Withdrawal from or entry into new core business areas;
- Changes in the investment policy of the issuer;
- Ex-dividend date, changes in dividend payment date and amount of the dividend; changes in dividend policy..."

Notons que relativement au dernier exemple donné, l'ESMA a relevé que:

"CESR (predecessor of ESMA) emphasised this fact already in July 2007, when it included ex-dividend date, changes in dividend payment date, amount of the dividend and changes in dividend policy in the list of events directly concerning issuers which might constitute inside information (paragraph 1.15 of the Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to market (Ref. CESR/06-562b)).

A number of episodes of late or incomplete disclosure of the full details of dividend payment announcements that may have caused undue effects on equity derivatives prices have recently come to ESMA's attention.

ESMA reminds issuers that they should consider any relevant information related to dividend payments and policies as inside information, should this information be likely to have a significant effect on the prices of either the issuer's shares or related derivatives or both"²⁰¹.

²⁰¹ ESMA, Questions and Answers on the common operation of the Market Abuse Directive, janvier 2012, ESMA/2012/9.

De même, les recommandations du CESR dressent la liste d'exemples suivante de circonstances qui affectent indirectement l'émetteur et qui peuvent constituer une information privilégiée²⁰²:

- *Data and statistics published by public institutions disseminating statistics;*
- *The coming publication of rating agencies' reports;*
- *The coming publication of research, recommendations or suggestions concerning the value of listed financial instruments;*
- *Central bank decisions concerning interest rates;*
- *Government's decisions concerning taxation, industry regulation, debt management, etc.;*
- *Decisions concerning changes in the governance rules of market indices, and especially as regards their composition;*
- *Regulated and unregulated markets' decisions concerning rules governing the markets;*
- *Competition and market authorities' decisions concerning listed companies;*
- *Relevant orders by government bodies, regional or local authorities or other public organizations;*
- *A change in trading mode (e.g., information relating to knowledge that an issuer's financial instruments will be traded in another market segment: e.g. change from continuous trading to auction trading); a change of market maker or dealing conditions".*

Relativement aux listes précitées, F. Lefèvre relève justement l'évolution intervenue entre les recommandations du CESR de niveau 2 (2002) et les recommandations de niveau 3 (2007). En effet, alors que les recommandations de niveau 2 traitaient de "*significant legal dispute*", de "*relevant changes in the assets value*", de "*serious product liability cases and environment damages cases*", ou encore de "*relevant orders received from customers*" et de "*relevant changes in investment policy of the issuer*", les qualificatifs "important", "significatif" ou "pertinent" ont disparu. Cela illustre l'approche de plus en plus stricte retenue aujourd'hui quant à l'évaluation du caractère privilégié ou non d'une information²⁰³.

56. Précision - L'article 10, § 1, alinéa 1 de la Loi du 2 août 2002 impose aux émetteurs d'instruments financiers admis sur un marché la publication immédiate²⁰⁴ des informations privilégiées qui les concernent directement, "*en ce compris tout changement significatif concernant des informations qui ont déjà été rendues publiques*"²⁰⁵.

²⁰² 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°1.16.

²⁰³ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 11.

²⁰⁴ Il convient de noter que l'article 6, 1° de la Directive Abus de Marché utilise les termes "*dès que possible*" et que l'article 2 de la Directive 2003/124/CE fait quant à lui usage du terme "*rapidement*". Ceci ne correspond pas exactement à la publication "*immédiate*" prévue par le droit belge. B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 24.

²⁰⁵ Tel que modifié par la Loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 12 juin 2007.

Il convient donc de conclure au vu de cette disposition que le changement significatif relatif à une information privilégiée constituera en tant que tel une information privilégiée. L'exposé des motifs de la loi du 2 mai 2007 qui a modifié cette disposition le relève d'ailleurs expressément²⁰⁶.

4.1.3 Notion d'information privilégiée relative aux instruments dérivés sur produits de base

57. Définition particulière de la notion d'information privilégiée - Pour les instruments dérivés sur produits de base, l'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002 donne une définition différente de la notion d'information privilégiée décrite ci-dessus à savoir:

"toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés, et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques normales de ces marchés. Ces utilisateurs sont censés s'attendre à recevoir une information qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés lorsque cette information:

- a) est régulièrement mise à la disposition des utilisateurs de ces marchés, ou*
- b) est obligatoirement divulguée en vertu de dispositions législatives ou réglementaires ou de règles de marché, de contrats ou de coutumes propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés".*

L'information que les utilisateurs des marchés s'attendent à recevoir varie en fonction de la nature de la matière première et pourra concerner la production, la consommation, l'offre, la demande, les prix, les stocks, etc., et toutes les informations qui pourraient s'avérer pertinentes²⁰⁷.

Le CESR a mis l'accent sur l'obligation de rendre ces informations publiques car il considère que cela contribue à la formation du prix et à la transparence du marché²⁰⁸.

Rappelons enfin que le Règlement 596/2014 intègre désormais également des définitions particulières de la notion d'information privilégiée 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 (*cf. supra*).

4.1.4 Information privilégiée pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres

58. Définition - L'article 2, 14° de la Loi du 2 août 2002 précise que la notion d'information privilégiée doit se comprendre dans un sens plus large pour les personnes chargées de l'exécution

²⁰⁶ Exposé des motifs de la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses, *Doc. parl.*, Ch. sess. ord. 2006-2007, n° 2963/001; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 25.

²⁰⁷ F. Lefèvre, "Les abus de marché: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 15.

²⁰⁸ Advice on the second set of Level 2 implementing measures for the market abuse directive, CESR/03-212c, n° 16.

d'ordres concernant des instruments financiers. Dans cette hypothèse, la notion d'information privilégiée s'étend à:

"toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client, 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".

Les personnes visées sont typiquement les personnes travaillant au sein des intermédiaires financiers²⁰⁹.

59. Informations visées - Pour que l'information rentre dans cette catégorie, il y a lieu qu'elle ait été transmise par un client et concerne des ordres en attente.

La notion d'ordre en attente n'a pas été définie. Le CESR²¹⁰ précise cependant que cette notion implique que la transaction n'ait pas été exécutée immédiatement en fonction d'un prix indiqué par le client et que l'intermédiaire ait pris un engagement relativement aux modalités d'exécution de la transaction. Le CESR précise à cet effet qu'il convient de ne pas confondre cette situation avec, par exemple, celle dans laquelle un intermédiaire *"is merely polling for a price (contacting various brokers to establish at what price they are prepared to buy or sell a particular financial instrument or type of financial instrument)"*.

Le CESR relève par ailleurs que l'évaluation du caractère privilégié ou non d'une information dans l'hypothèse étudiée doit se concentrer plus particulièrement sur le caractère précis de l'information et la sensibilité de l'information. Au-delà de ces éléments dont il sera question ci-après, le CESR souligne que l'évaluation du caractère privilégié ou non d'une information implique de tenir compte du marché concerné et de sa "microstructure spécifique". Ainsi, par exemple, certains systèmes de *trading* électroniques permettent des *"stop-loss orders"* ou encore des exécutions partielles d'ordres. De même, l'impact sur le marché de l'exécution d'un ordre peut dépendre de la liquidité sur ce marché, de la manière dont l'ordre sera exécuté, de la méthode de *trading* utilisée (*auction, continuous trading, etc.*). Comme toujours, dans le cadre de l'évaluation du caractère privilégié ou non de l'information, le CESR insiste sur la nécessité de prendre en compte toutes les circonstances de la cause²¹¹.

Plus particulièrement concernant la sensibilité de l'information relative à des ordres en attente du client, le CESR fournit un certain nombre de critères permettant de l'évaluer, à savoir la taille de l'ordre (en comparaison, par exemple, avec la taille moyenne des ordres sur le marché concerné ou avec le volume quotidien des changes), la liquidité du marché pendant la période d'exécution de l'ordre, le *bid-ask spread*, la limite de prix pour l'ordre et la relation entre cette limite de prix et le *bid-ask spread* à ce moment, la fenêtre d'exécution donnée par le client (par exemple, au plus vite le client

²⁰⁹ 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° 3.4.

²¹⁰ 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° 3.8.

²¹¹ 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° 3.12.

veut que l'ordre soit exécuté, au plus probable sera l'impact sur le prix), le temps d'exécution, la période de détermination du prix, l'identité du client, ou encore le fait de savoir si l'ordre sera vraisemblablement susceptible d'influencer le comportement des autres participants au marché²¹².

En ce qui concerne cette fois le caractère précis de l'information, le CESR relève que dans l'hypothèse étudiée, le test du caractère précis de l'information relative à un ordre sera d'autant plus probablement satisfait si la taille de l'ordre, la limite de prix et le moment de l'exécution sont précisés. Il en est de même si le comportement de *trading* d'un client est prévisible²¹³.

4.2 L'infraction administrative d'abus d'information privilégiée

4.2.1 Comportements interdits

60. Multiples interdictions - L'article 25 § 1, 1° de la Loi du 2 août 2002 interdit à toute personne qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié plusieurs comportements:

a) **Acquérir ou céder, ou tenter d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, directement ou indirectement, les instruments financiers sur lesquels porte l'information**²¹⁴

61. Contenu de l'interdiction - Cette interdiction vise toute opération d'acquisition ou de cession, sans distinguer le mode de réalisation d'une telle cession ou acquisition (vente, échange, apport, etc.)²¹⁵.

L'acquisition ou la cession par le biais d'une donation pourrait poser question. Cependant, il semble que cette opération soit visée également dans la mesure où, l'article 25 § 1, 1° de la Loi du 2 août 2002 n'exige pas la condition d'utilisation (*cf infra*)²¹⁶.

Par ailleurs, la simple tentative est punissable. En effet, le simple fait de passer un ordre d'achat ou de vente est suffisant pour engager la responsabilité de son auteur, indépendamment du fait de savoir si celui-ci a finalement trouvé une contrepartie à la transaction.

62. Utilisation de l'information - Contrairement au délit pénal visé à l'article 40 (*cf. infra*), l'article 25 § 1, 1° de la Loi du 2 août 2002 n'exige pas l'utilisation de l'information privilégiée. La version initiale de l'article 25 reprenait pourtant cette condition d'utilisation en prévoyant qu'il était interdit à la personne disposant d'une information privilégiée "*d'utiliser cette information en*

²¹² 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° 3.13.

²¹³ 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° 3.16.

²¹⁴ Article 25 §1, 1° a) de la Loi du 2 août 2002.

²¹⁵ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 12.

²¹⁶ *Ibid.*

acquérant ou en cédant [...]"²¹⁷. La Loi-programme du 22 décembre 2003²¹⁸ ne l'a cependant pas reprise, à tout le moins en ce qui concerne l'infraction administrative. Dans sa version actuelle, le manquement administratif est donc établi dès lors que la personne qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié, acquiert ou cède, ou tente d'acquérir ou de céder, les titres concernés. Il n'est pas nécessaire de démontrer qu'elle a pour ce faire utilisé cette information privilégiée²¹⁹.

L'article 2, 1° de la Directive Abus de Marché exige pourtant l'existence d'un lien de causalité comme élément constitutif du délit administratif²²⁰.

En conséquence, en sanctionnant des opérations qui ne le sont pas sous le régime de la Directive Abus de Marché, l'infraction prévue à l'article 25 § 1 de la Loi du 2 août 2002 est plus large que celle prévue par ladite directive. Or, la Directive Abus de Marché ne vise pas à dégager des normes minimales mais bien à atteindre un marché intégré de sorte qu'elle n'a pas donné la possibilité aux Etats membres de fixer des dispositions plus rigoureuses. L'article 25 § 1 constitue donc une transposition contestable de l'article 2, 1° de la Directive Abus de Marché²²¹.

L'arrêt de la Cour de justice de l'Union européenne dit "arrêt Spector", rendu sur questions préjudicielles posées par la Cour d'appel de Bruxelles²²², apporte cependant un éclairage plus précis sur ce point. La question la plus importante visait la notion d'"*utilisation d'une information privilégiée*" au sens de l'article 2 § 1^{er} de la Directive Abus de Marché²²³.

La Cour de justice a relevé qu'il existait une présomption réfragable d'utilisation de l'information privilégiée dans le chef de l'initié primaire qui en dispose lorsqu'il réalise une opération. En d'autres termes, lorsqu'une opération est réalisée par un initié primaire, l'information privilégiée est réputée, jusqu'à preuve du contraire, avoir joué un rôle dans le processus décisionnel de l'initié pour autant que la personne concernée soit consciente de disposer d'une information privilégiée.

La preuve contraire devra ainsi amener la personne soupçonnée de délit d'initié à établir qu'elle n'a pas tiré avantage de l'information privilégiée dont elle disposait et a ainsi respecté l'intégrité des marchés. La Cour mentionne même, en s'inspirant du préambule de la Directive Abus de Marché, un certain nombre d'hypothèses dans lesquelles il conviendrait de conclure que la présomption peut être renversée (*i.e.* les teneurs de marchés et les intermédiaires financiers qui se bornent à effectuer des opérations de marché d'une manière légitime et conformément aux règles qui leurs sont applicables, le fait d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette

²¹⁷ Sur ces développements: B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, pp. 188-189.

²¹⁸ M.B., 31 décembre 2003.

²¹⁹ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, pp. 188-189.

²²⁰ Pour de plus larges développements à ce sujet, voir P.A. Foriers et C. Tubeuf, *op.cit.*, pp. 8-13.

²²¹ P.A. Foriers et C. Tubeuf, *op.cit.*, pp. 8-13; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 339.

²²² C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08; *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c/ CBFA*, J.O.U.E., 27 février 2010.

²²³ A ce sujet P. H. Conac, "Arrêt "Spector": la Cour de justice a facilité la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée", *J.T. dr eur.*, 2010, p. 216; M. Tison et E. Vandendriessche, "Het Spector-arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie en het vermoeden van het gebruik van voorkennis", *D.B.F.*, 2010, p. 367.

information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une proposition de fusion, l'exécution d'une opération de marché supposant nécessairement une décision préalable de la part de son auteur). Cet arrêt a influencé le nouveau Règlement 596/2014 qui prévoit en son article 9 (*Comportement légitime*) une série d'hypothèses dans lesquelles il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne soit en possession ou ait été en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne ait utilisé cette information afin d'effectuer une opération d'initié.

Il ressort de l'arrêt précité que l'infraction administrative visée par l'article 25 § 1^{er}, 1^o de la Loi du 2 août 2002 n'est pas une infraction objective qui découle de la simple constatation de la réalisation d'une personne initiée d'opération sur les titres au sujet desquels elle détient une information privilégiée, mais instaure une présomption réfragable, dont le renversement incombe à l'initié²²⁴⁻²²⁵.

63. Opérations pour compte d'autrui - L'interdiction s'applique même si la personne agit pour le compte d'autrui²²⁶ et même si l'opération n'est qu'indirecte.

Cette précision pose la question de la situation des gérants de portefeuille et, de manière générale, des intermédiaires financiers appelés à exécuter des ordres pour le compte de leurs clients.

En ce qui concerne le gérant de portefeuille, qui agit dans le cadre d'un mandat discrétionnaire, il convient de distinguer deux hypothèses.

La première hypothèse est celle du gérant de portefeuille qui est en possession d'une information privilégiée. Il ne pourrait, dans cette hypothèse, exécuter l'opération sur les instruments financiers concernés par l'opération²²⁷. Dans la lignée de l'arrêt "Spector", le gérant de portefeuille pourra néanmoins tenter de prouver qu'il n'a pas tiré avantage de l'information privilégiée dont il disposait. Cela sera cependant pour le moins difficile à établir.

Quoi qu'il en soit, s'il fallait conclure à un délit d'initié dans son chef, il en supportera seul les conséquences, à l'exception de son client, pour autant que le caractère discrétionnaire ait bien été respecté²²⁸.

La seconde hypothèse est celle du gérant de portefeuille qui, agissant toujours dans le cadre d'un mandat discrétionnaire, acquiert ou cède des instruments financiers à propos desquels son client détient une information privilégiée. Aucun reproche ne pourra être formulé relativement à cette

²²⁴ F. Lefèvre, "Les abus de marché: infractions pénales ou administratives", *op. cit.*, p. 17.

²²⁵ Pour des cas d'application de l'arrêt Spector par la Commission des sanctions de la CBFA et par la cour d'appel de Bruxelles, voir Décision de la Commission des sanctions de la CBFA du 28 avril 2010, www.fsma.be et Bruxelles, 13 décembre 2011, publié sur le site internet de la FSMA, www.fsma.be.

²²⁶ A cet égard, voir notamment les décisions du 3 juillet 2014 et du 2 octobre 2014 de la Commission des sanctions de la FSMA, disponibles sur www.fsma.be.

²²⁷ C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raedonck c/ CBFA, J.O.U.E.*, 27 février 2010, n° 58.

²²⁸ K. Geens en M. Wauters, "Insider trading en andere vormen van marktmisbruik", *op. cit.*, p. 423; F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 16; X. Dieux et D. Willermann, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 13.

opération ni au client, qui n'intervient pas dans la réalisation de l'opération, ni au gérant de portefeuille, qui ne connaît pas l'information privilégiée²²⁹.

Cette position a été confirmée par le Comité de direction de la CBFA dans une décision du 16 mars 2010²³⁰. Dans cette affaire, un gérant de portefeuille avait librement acquis des actions pour un client sur la base d'un accord verbal antérieur en vertu duquel il pouvait exécuter certaines transactions de façon autonome, alors que, au moment de l'achat, le client était au courant du prochain lancement d'une offre publique sur l'émetteur des actions.

En ce qui concerne les intermédiaires financiers chargés d'exécuter des ordres, la situation est légèrement différente de celle qui prévaut pour la responsabilité du gestionnaire de portefeuille. Si c'est le client qui dispose de l'information, la responsabilité de l'intermédiaire ne pourra être recherchée puisqu'il ne connaît pas l'information privilégiée. Par contre, le client commettra une infraction à l'article 25 § 1^{er}, 1^o de la Loi du 2 août 2002. Si, par contre, c'est l'intermédiaire qui dispose de l'information privilégiée, une application littérale de la disposition précitée voudrait qu'il ne puisse pas exécuter l'ordre. Cependant, en application de la jurisprudence Spector, il conviendrait de constater que l'intermédiaire ne fait qu'exécuter ledit ordre et, ce faisant, "*se born[e] à effectuer des opérations de marché d'une manière légitime et conformément aux règles qui [lui] sont applicables*". Or, selon la Cour, qui s'inspire du préambule de la Directive Abus de Marché, ce type d'opération ne devrait pas constituer "*une 'utilisation d'une information privilégiée', au sens de l'article 2, paragraphe 1, de [la Directive Abus de Marché]*".

Comme indiqué ci-dessus, l'article 9.2 du nouveau Règlement 596/2014 règle désormais la question. Cette disposition prévoit en effet que:

"[...] il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, lorsque cette personne:
[...]
b) est habilitée à exécuter des ordres pour le compte de tiers, et lorsque l'acquisition ou la cession des instruments financiers auxquels se rapportent ces ordres s'effectue dans le but légitime d'exécuter ceux-ci dans le cadre normal de l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions de cette personne".

Notons finalement qu'en ce qui concerne les intermédiaires financiers qui entrent dans la catégorie des personnes chargées de l'exécution d'ordres, il y aura lieu de tenir compte de la définition plus large de la notion d'information privilégiée donnée par l'alinéa 3 de l'article 2, 14^o de la Loi du 2 août 2002.

64. Exception - L'interdiction précitée n'empêche pas les transactions effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers lorsque cette

²²⁹ K. Geens en M. Wauters, "Insider trading en andere vormen van marktmisbruik", *op. cit.*, p. 423; F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 16; X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 13.

²³⁰ CBFA, Rapport annuel 2009-2010, p. 67.

obligation est devenue exigible et résulte d'une convention conclue avant que l'intéressé ne dispose de l'information privilégiée en question (article 25 § 2, alinéa 2 de la Loi du 2 août 2002)²³¹.

65. Options sur actions - Les options non-cotées sont considérées comme des instruments financiers au sens de l'article 2, 1° de la Loi du 2 août 2002. Ainsi, se pose la question de l'application de la réglementation aux plans d'options sur actions destinés au personnel et aux membres des organes de gestion de l'émetteur des actions concernées²³².

Tout d'abord, l'acceptation par un membre du personnel d'options sur action, à titre gratuit ou onéreux, de même que la cession de ces options, entrent-elles dans le champ d'application de l'article 25 § 1^{er}, 1° de la Loi du 2 août 2002?

La mise en place de tels plans d'options risquait d'être fortement entravée lorsqu'ils étaient destinés à des dirigeants puisque ces derniers sont fréquemment en possession d'informations privilégiées.

La FSMA a pris position sur cette question et estime que *"l'attribution de telles options par l'émetteur et l'acceptation de celles-ci ne sont pas visées par l'interdiction"*²³³.

X. Dieux et D. Willermain relèvent en outre que la mise en place d'un plan d'options sur actions devrait en tout état de cause pouvoir bénéficier de l'exemption prévue à l'article 25 § 2, alinéa 2 précitée. Ces auteurs relèvent ainsi que même si le plan d'options ne prend pas nécessairement la forme d'une convention entre l'employeur et le bénéficiaire du plan, l'octroi des options s'inscrit bien dans le cadre de l'exécution d'engagements préexistants et ce, indépendamment de la connaissance ou non d'une information privilégiée dans le chef de l'émetteur²³⁴.

En ce qui concerne l'exercice de l'option et l'acquisition d'actions en résultant, il s'agit d'une opération visée par les interdictions relatives aux opérations d'initiés²³⁵. Le bénéficiaire d'options pourrait donc se trouver dans l'impossibilité d'exercer ses options et, le cas échéant, en perdre le bénéfice s'il vient à détenir une information privilégiée pendant la période d'exercice des options.

La FSMA s'est également prononcée sur cette problématique et relève que:

"En exerçant ces options, ceux-ci acquièrent des instruments financiers qui ressortissent au champ d'application des dispositions d'interdiction et il convient dès lors de prendre les précautions d'usage.

Afin d'éviter d'exposer les bénéficiaires d'options au risque de commettre une infraction, les émetteurs veilleront à programmer ces plans d'options de manière telle que les périodes

²³¹ A cet égard, voir l'article 9.3 du Règlement 596/2014.

²³² X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 15; K. Geens et M. Wauters, "Insider trading en andere vormen van marktmisbruik", *op. cit.*, p. 418.

²³³ FSMA, Questions et réponses relatives aux abus de marché, www.fsma.be.

²³⁴ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 16.

²³⁵ FSMA, Questions et réponses relatives aux abus de marché, www.fsma.be.

*d'exercice des options tombent en dehors des périodes de publication de résultats. Le cas échéant, la décision de différer la publication d'une information privilégiée devra tenir compte de l'existence de périodes d'exercice d'options. Il peut également s'indiquer de mettre au point un système permettant un découplage entre la détention éventuelle d'information privilégiée et la décision d'exercer des options. Ceci peut être réalisé par la mise en place d'une procédure interne permettant aux bénéficiaires d'options de faire savoir au préalable (avant les périodes d'exercice et en dehors de toute période suspecte) à quelle(s) condition(s) et à quel prix ils exerceraient leurs options. Une alternative peut consister à déléguer l'exercice des options à une institution financière dans le cadre d'un contrat de gestion discrétionnaire"*²³⁶.

En ce qui concerne la solution du découplage, il conviendra que le bénéficiaire s'engage irrévocablement à acquérir les titres dans les conditions et au prix précisés. Cela pourrait, notamment, se faire par le biais d'un mandat irrévocable donné à un tiers. Certaines institutions financières ont développé un service sur mesure pour les dirigeants de sociétés dont les titres sont visés par les dispositions relatives aux opérations d'initiés qui ne souhaitent pas passer par le biais d'un contrat de gestion discrétionnaire²³⁷.

Par ailleurs, si le prix d'exercice de l'option est tel que l'opportunité de son exercice devient évidente même au cours actuel de l'action (indépendamment de toute influence potentielle d'une information privilégiée), la présomption réfragable d'utilisation de l'information définie par l'arrêt Spector (et le Règlement 596/2014) pourra être renversée²³⁸.

b) Communiquer une telle information à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions²³⁹

66. Notion de "cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de sa fonction" - La notion de "cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de sa fonction" est difficile à circonscrire²⁴⁰. Elle est cependant essentielle en ce qu'elle permet à un initié de communiquer une information privilégiée sans engager sa responsabilité. Le cercle des personnes qui sont amenées à recevoir cette information est donc à définir avec prudence²⁴¹ et ce d'autant que ni la Loi du 2 août 2002, ni la Directive Abus de Marché ni leurs travaux préparatoires, pas plus que la nouvelle réglementation, n'apportent de précision à cet égard.

La Cour de justice a été amenée à se prononcer sur cette notion²⁴² et a relevé qu'un lien "étroit" doit exister entre la communication et l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions de celui qui communique l'information et que la communication doit être strictement nécessaire à l'exercice desdits

²³⁶ FSMA, Questions et réponses relatives aux abus de marché, www.fsma.be.

²³⁷ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 41.

²³⁸ *Ibid.*

²³⁹ Article 25 §1, 1° b) de la Loi du 2 août 2002.

²⁴⁰ Sur ce point: B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, pp. 178-179.

²⁴¹ Voir Ph. Lambrecht, "Les opérations d'initiés dans la Directive sur les Abus de Marché", *op. cit.*, p. 374

²⁴² C.J.U.E., 22 novembre 2005, n° C-384/02.

travaux, profession, ou fonction. Dans le cadre de l'évaluation de l'existence du lien étroit précité, il y a lieu, selon la Cour, de tenir compte:

- du fait que ladite exception à l'interdiction de communiquer des informations privilégiées doit recevoir une interprétation stricte;
- de la circonstance que chaque communication supplémentaire est susceptible d'augmenter le risque d'une exploitation de ces informations dans un but contraire à la directive [...], et
- de la sensibilité de l'information privilégiée.

En application de cette jurisprudence de la Cour de justice, il convient donc de donner une interprétation restrictive à cette exception²⁴³. Ainsi, la Cour contredit la position de certains auteurs²⁴⁴ qui estiment que, dans la mesure où l'exception permet d'éviter l'application d'une disposition pénale ou administrative à caractère pénal, elle ne doit pas être interprétée de manière restrictive. En effet, la Cour de justice a expressément relevé que *"La nature pénale de la procédure introduite [...] et le principe de légalité des peines applicable dans une telle procédure n'affectent pas l'interprétation stricte à donner à l'article 3, sous a), de la directive 89/592 [ancienne disposition reprenant l'exception étudiée]. Ainsi que le fait valoir M. l'avocat général au point 24 de ses conclusions, l'interprétation du champ d'application d'une directive ne saurait dépendre de la nature civile, administrative ou pénale de la procédure dans laquelle elle est invoquée"*.

Cette interprétation restrictive a été critiquée par la doctrine. En effet, comme le relèvent X. Dieux et D. Willermain²⁴⁵, l'exception s'explique par la nécessité d'assurer le bon fonctionnement des sociétés, ce qui implique que des informations, qu'elles soient privilégiées ou non, puissent circuler entre les personnes qui doivent avoir accès à cette information. Nous souscrivons à ce point de vue. Reste cependant que la jurisprudence de la Cour impose un lien étroit entre la communication de l'information et l'exercice de l'activité professionnelle, du travail ou des fonctions et que cette communication soit strictement nécessaire à cet exercice.

67. Notion de "cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de sa fonction" (suite) - L'exception bénéficie à toutes les personnes participant à une opération, en qualité de conseil comme des avocats, consultants, notaires, réviseurs d'entreprises, juristes d'entreprises (*etc.*) ou autres membres de la société apportant leur concours à l'opération ou à la circonstance donnant lieu à l'information privilégiée²⁴⁶. Ces personnes seront bien évidemment soumises à l'interdiction d'utiliser cette information pour acquérir ou céder les instruments financiers sur lesquels l'information privilégiée porte ou pour tenter de les acquérir ou de les céder²⁴⁷.

68. Notion de "cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de sa fonction" - Due diligence - La question est plus délicate pour ce qui est de la communication à un candidat acquéreur

²⁴³ C.J.U.E., 22 novembre 2005, n° C-384/02, considérant n° 27.

²⁴⁴ F. Lefèvre, "Le délit d'initié: infraction pénale ou administrative", *op. cit.*, p. 16. Dans ce sens également X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 20.

²⁴⁵ *Ibid.*

²⁴⁶ D. Devos, "Délit d'initié", *Rev. banq.*, 1991, n° 18, p. 463 ; B. Feron, "Les délits boursiers en droit belge et en droit comparé", *op. cit.*, p. 66.

²⁴⁷ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, pp. 178-179.

d'une société cible dans le cadre d'un *due diligence*²⁴⁸. Un initié peut-il, dans ce cadre, communiquer des informations privilégiées à un ou plusieurs candidats acquéreurs sans engager sa responsabilité en raison du fait que cela entre dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de sa fonction ?

La doctrine estime que chaque fois que le conseil d'administration, agissant dans le cadre de l'objet social de la société concernée, cherche à satisfaire l'intérêt social, il agit "*dans le cadre normal de ses fonctions*". Il en découle que la dérogation relative au cadre normal de l'exercice des fonctions autorise la communication d'informations privilégiées par le conseil d'administration dans le cadre d'une opération à réaliser par la société elle-même (par exemple dans le cadre d'un *due diligence* à l'occasion de la cession d'actifs par la société ou d'une opération de financement)²⁴⁹.

Lorsque la société est simplement l'objet de l'opération (*e.g.* un transfert de son contrôle) et que la communication sert une opération qui se conclura à l'extérieur de la société, une telle communication devrait aussi se situer dans le cadre normal de l'exercice de ses fonctions par le conseil²⁵⁰.

De même, certains auteurs estiment que la communication d'informations privilégiées pourrait toujours bénéficier de l'exception du "*cadre normal des fonctions*", même lorsque la société n'est pas elle-même partie à l'opération²⁵¹. Cette interprétation nous semble aller fort loin au regard de la jurisprudence de la Cour de justice en la matière.

c) Recommander à un tiers d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers sur lesquels porte l'information²⁵²

69. Utilisation de l'information - Notons que l'article 25 § 1^{er}, 1°, c) de la Loi du 2 août 2002 précise clairement que la recommandation doit se faire sur la base de l'information privilégiée (sans pour autant la communiquer), de sorte qu'un lien de causalité doit être établi par l'autorité poursuivante pour que l'infraction soit établie.

Il n'est donc pas question en l'espèce d'une infraction objective ni d'une quelconque présomption d'utilisation.

²⁴⁸ O. Clevenbergh, "La communication d'informations confidentielles dans le cadre des "*due diligence*", en particulier dans le cas des sociétés cotées", *R.D.C.*, 2005, pp. 123-124.

²⁴⁹ O. Clevenbergh, *op.cit.*, p. 123; B. Feron et P. della Faille, "Transparence et égalité de traitement des actionnaires en matière d'OPA", *J.T.*, 2006, pp. 55-56; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 312.

²⁵⁰ B. Feron et P. della Faille, *op.cit.*, pp. 55-56; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 312; O. Clevenbergh, *op.cit.*, p. 123.

²⁵¹ O. Clevenbergh, *op.cit.*, p. 123. Dans ce sens également, D. Napolitano et M. Wyckaert, "Is er leven na de beurs?: introductie tot de '*going private*'-operatie naar Belgisch recht", *T.R.V.*, 2002, n°s 58 à 62; N. Van Crombrugge, "Rechten en plichten van bestuurders bij onderhandelingen over de overname van hun vennootschap", *D.A.O.R.*, 2003, p. 30.

²⁵² Article 25 § 1, 1°, c) de la Loi du 2 août 2002.

- d) **Participer à toute entente qui aurait pour objet de commettre les actes visés à l'article 25, § 1, 1^o**²⁵³
- e) **Inciter une ou plusieurs autres personnes à commettre des actes qui, si elle les commettait elle-même, seraient interdits en vertu de l'article 25, § 1, 1^o**²⁵⁴

70. Absence de lien causal - L'article 25 § 1^{er}, 7^o de la Loi du 2 août 2002 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, § 1^{er}, 1^o.

Contrairement à ce qui a été relevé ci-dessus concernant l'interdiction de recommander à un tiers d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir 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 causalité²⁵⁵. 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).

Il faudra cependant que l'incitant sache ou doive savoir qu'il dispose d'une information privilégiée.

En outre, l'article 25 § 1^{er}, 7^o de la Loi du 2 août 2002 pose de sérieuses questions quant à sa conformité avec la Directive Abus de Marché.

Tout d'abord, cette interdiction n'est pas prévue par la Directive Abus de Marché; or, on sait que la Directive Abus de Marché ne vise pas à dégager des normes minimales mais bien à atteindre un marché intégré de sorte qu'elle n'a pas donné la possibilité aux Etats membres de fixer des dispositions plus rigoureuses. La Commission a même insisté sur la nécessité d'éviter les disparités entre Etats membres²⁵⁶.

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

Quoi qu'il en soit, si on devait considérer que cette disposition est valable, 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*"²⁵⁷. Il ne sera à cet égard pas acceptable de se baser sur de simples suppositions

²⁵³ Article 25 § 1, 6^o de la Loi du 2 août 2002.

²⁵⁴ Article 25 § 1, 7^o de la Loi du 2 août 2002.

²⁵⁵ En ce sens également, M. Wauters, "Handel met voorkennis en marktmanipulatie. Het nieuwe recht toegepast", *NOAB*, Permanente vorming, 1^{er} septembre 2005, p. 36.

²⁵⁶ P.A. Foriers et C. Tubeuf, *op.cit.*, pp. 8-13.

²⁵⁷ Petit Larousse en ligne, <http://www.larousse.com/en/dictionaries/french/inciter>.

déduites du fait que si la personne prétendument incitée a acquis ou vendu des titres, c'est qu'elle a forcément été incitée²⁵⁸.

71. L'incitation est prévue dans la nouvelle réglementation - 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.

4.2.2 Signaux de délit d'initié

72. Signaux donnés par le CESR - Le CESR²⁵⁹ énumère un certain nombre de situations qu'il convient de considérer comme des indices pouvant mener à la conclusion de l'existence d'un délit d'initié.

Nous insistons, tout comme l'a fait le CESR, sur le fait qu'il ne s'agit que d'indices qui ne pourront en aucun cas mener, à eux seuls, à la conclusion de l'existence d'un délit d'initié.

Ces indices sont les suivants:

- *"An unusual concentration of transactions in a particular security (for example, with one or more institutional investors known to be affiliated with the issuer or a party with a particular interest in the issuer such as a bidder/potential bidder);*
- *An unusual repetition of a transaction among a small number of clients over a certain period of time*
- *Unusual concentration of transactions and/or orders with only one client; or with the different securities accounts of one client; or with a limited number of clients (especially if the clients are related to one another).*
- *The client opens an account and immediately gives an order to conduct a significant transaction in a particular security – especially if the client is insistent that the order is carried out very urgently or must be conducted before a particular time specified by the client;*
- *The client's requested transaction or investment behaviour is significantly out of character with the client's previous investment behaviour. (e.g. type of security; amount invested; size of order; duration of holding). 5*
- *The client specifically requests immediate execution of an order regardless of the price at which the order would be executed (this indicator pre-supposes more than the simple placing of a 'market order' by the client);*
- *Significant trading by major shareholders or other insiders before the announcement of important corporate events.*
- *Unusual trading in the shares of a company before the announcement of price sensitive information relating to the company; transactions resulting in sudden and*

²⁵⁸ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 45.

²⁵⁹ CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – preliminary CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR 04/505, n° 5.8 et 5.9.

- unusual changes in the volume of orders and shares prices before public announcements regarding the security in question;*
- *Employees' own account transactions and related orders timed just before clients' transactions and related orders in the same financial instrument".*

4.2.3 Personnes visées

73. Connaissance du caractère privilégié de l'information - L'article 25, § 1, 1° de la Loi du 2 août 2002 dispose, depuis sa modification en 2003, que l'interdiction qu'il prévoit ne vise que la personne "*qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié (...)*".

L'expression "*aurait dû savoir*" permet un allègement de la charge de la preuve dans le chef de l'autorité de contrôle qui ne doit pas prouver la connaissance. Il lui appartiendra cependant d'établir que la personne concernée ne pouvait ignorer que l'information était privilégiée, sur la base des caractéristiques propres de cette personne et des circonstances de l'espèce²⁶⁰.

74. Spectre plus large qu'en matière pénale - Contrairement au régime applicable au délit pénal (*cf. infra*), l'article 25 § 1 de la Loi 2 août 2002 ne fait pas de distinction entre initié primaire et secondaire. Il en ressort que toute personne, disposant d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle est privilégiée, est soumise aux interdictions mentionnées dans cet article, indépendamment de sa qualité ainsi que de la manière dont elle détient ou a obtenu l'information privilégiée²⁶¹.

On relèvera à cet égard que le champ d'application de la Loi du 2 août 2002 est plus large que celui de la Directive Abus de Marché qui se limite aux initiés primaires, à savoir:

"toute personne qui détient une telle information:

- a) en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou*
- b) en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou*
- c) en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou*
- d) en raison de ses activités criminelles"*²⁶².

75. Personnes morales - L'article 25 § 2 de la Loi du 2 août 2002 prévoit que, dans le cas d'une société ou d'une autre personne morale, les interdictions visées ci-dessus s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question.

²⁶⁰ F. Lefèvre, *op. cit.*, p. 18.

²⁶¹ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 336.

²⁶² Directive Abus de Marché, art. 2.1.

Il est donc essentiel, pour que les personnes physiques puissent également être mises en cause, aux côtés d'une personne morale, qu'elles "*participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question*".

A défaut, on se situe en-dehors du champ d'application de cette disposition, et il convient d'appliquer les principes généraux de l'imputabilité des infractions.

L'article 25 § 2 de la Loi du 2 août 2002 a en effet pour objet de supprimer la condition d'imputabilité personnelle dans le cas qu'il vise, à savoir celui d'une transaction effectuée ou d'un ordre passé par la personne physique pour le compte de la personne morale. En-dehors du champ d'application de ce régime particulier où l'infraction peut être imputée à la personne physique dès qu'elle a participé à la décision, la règle de base demeure qu'on ne peut imputer à la personne physique ce qu'elle fait uniquement et exclusivement en sa qualité d'organe de la personne morale et ce en application des principes généraux sur le concours de la responsabilité pénale des personnes morales et des personnes physiques, dont l'article 5 du Code pénal constitue l'expression²⁶³. La question de l'imputabilité de l'infraction dans le chef de la personne physique qui agit pour compte de la personne morale doit donc être réglée, à défaut de texte contraire, conformément aux principes dont l'article 5 du Code pénal fait application. Rien ne justifie en effet que des critères d'imputabilité différents soient appliqués en matière pénale et quasi-pénale.

4.2.4 Elément moral de l'infraction

76. Intention frauduleuse - Les opérations d'initiés sont définies de manière telle par la législation européenne et la Loi du 2 août 2002 que l'intention qui inspire les initiés semble ne pas rentrer pas en ligne de compte.

La Cour de justice l'a rappelé dans l'arrêt Spector dans lequel elle relève qu'il n'est pas prévu que l'initié "*doit avoir été mû par une intention spéculative, doit avoir poursuivi un dessein frauduleux ou doit avoir agi de propos délibéré ou par négligence*"²⁶⁴.

²⁶³ En effet, au regard de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, il y a lieu de conclure que les amendes administratives infligées par la Commission des sanctions revêtent la nature d'une sanction pénale, puisque l'interdiction est générale, que la sanction vise à punir les auteurs et à prévenir l'infraction par son caractère exemplaire et que l'infraction est exactement la même que celle qui est également pourvue de sanctions pénales en droit belge. Voir notamment C.E.D.H., *Schmutzer c. Autriche*, 23 octobre 1995, en part. para. 28 ainsi que plus récemment et entre de très nombreux autres arrêts: C.E.D.H., *Grande Stevens et autres c. Italie*, 4 mars 2014, §§ 100-101; C.E.D.H., *Sergueï Zolotoukhine c. Russie*, 10 février 2009; G. Van Haegenborgh et I. Boone, "Les sanctions administratives", *Rapport de la Cour de Cassation*, 2004, pp. 194 ss.; C. Bertsch, "Le pouvoir de sanction des autorités de contrôle des marchés financiers et des assurances", *Les autorités de contrôle des marchés financiers des assurances et de la concurrence - Bilan et perspectives*, Bruxelles, Bruylant, 2002, pp. 168-169; D. Van Gerven, "Administratieve sancties, verhaalmiddelen en beroep", in *Financiële Wetgeving: de tussenstand 2004*, Biblo, 2005, pp. 41-44; X. Taton, "Les nouvelles procédures de sanctions devant la FSMA et la BNB", *op. cit.*, pp. 86-88; P. Boucquoy et P.-O. de Broux, "Les recours juridictionnels contre les décisions des autorités de régulation", *La protection du citoyen face à l'administration*, Bruxelles, La charte, 2007, p. 241. Voir également Bruxelles, 19 janvier 2006, DBF, 2006, p. 211.

²⁶⁴ C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08, § 32.

Selon la Cour, l'élément moral est en réalité présumé à partir du moment où les éléments constitutifs des infractions précitées sont réunis²⁶⁵. La Cour s'empresse cependant de préciser que:

"39. Une telle présomption ne saurait, pour autant, porter atteinte aux droits fondamentaux et, en particulier, au principe de la présomption d'innocence, consacré, notamment, à l'article 6, paragraphe 2, de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950 (...)

44. Il convient de considérer que le principe de la présomption d'innocence ne s'oppose pas à la présomption prévue à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6, par laquelle l'intention de l'auteur d'une opération d'initié se déduit implicitement des éléments matériels constitutifs de cette infraction, dès lors que cette présomption est réfragable et que les droits de la défense sont assurés

45. L'instauration d'un régime efficace et uniforme de prévention et de sanction des opérations d'initiés dans le but légitime de protéger l'intégrité des marchés financiers a ainsi pu conduire le législateur communautaire à retenir une définition objective des éléments constitutifs d'une opération d'initié interdite. Le fait que l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément d'élément moral ne signifie pas pour autant qu'il faille interpréter cette disposition de telle sorte que tout initié primaire en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération de marché tombe automatiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés"²⁶⁶.

Il ressort de ce qui précède que, contrairement à ce que d'aucun ont soutenu, l'élément moral est bien un des éléments constitutifs de l'infraction mais qu'il est présumé. Cependant, ladite présomption étant réfragable, il ne s'agit que d'un renversement de la charge de la preuve de sorte que l'initié est toujours en mesure d'établir l'absence d'élément moral et, partant, l'absence d'infraction.

4.2.5 Exceptions

77. Politique monétaire - L'article 25 § 2, alinéa 3 de la Loi du 2 août 2002 prévoit que les interdictions de délit d'initié ne s'appliquent pas aux opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un Etat membre de l'Espace économique européen, par le Système européen de banques centrales, par la Banque nationale de Belgique ou toute autre banque centrale nationale des autres Etats membres de l'Espace économique européen, par le Fonds des Rentes, par les communautés, régions, Commission communautaire française, provinces, communes, agglomérations et fédérations de communes, ou par toute personne agissant pour le compte de l'une des personnes précitées.

²⁶⁵ C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08, § 36.

²⁶⁶ C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08, §§ 39, 44 et 45.

78. Programme de rachat - La décision de programmer un rachat d'actions propres peut constituer une information privilégiée²⁶⁷. La période s'étendant entre la décision du conseil d'administration de convoquer une assemblée générale afin d'obtenir une décision de mise en place du programme de rachat et la publication de l'ordre du jour de l'assemblée doit donc être considérée comme suspecte²⁶⁸.

L'article 25 § 2 alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002 prévoit cependant des règles particulières renvoyant au Règlement n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 destiné à créer un "*safe harbour*" au profit des émetteurs et définissant les conditions dans lesquelles les opérations de rachat et de stabilisation d'un instrument financier ne doivent pas être considérées comme constitutives d'une des infractions énoncées à l'article 25 § 1 de la Loi du 2 août 2002. Les modalités d'exécution ont été précisées par l'arrêté royal du 5 mars 2006²⁶⁹.

Ces dispositions concernent uniquement le volet administratif de l'infraction. Aucune exonération particulière n'a en revanche été prévue pour le volet pénal visé à l'article 40 de la Loi du 2 août 2002 mais il serait surprenant qu'une opération exemptée sur le plan administratif fasse l'objet d'une poursuite par le parquet²⁷⁰.

En outre, il faut rappeler que certaines opérations sur actions propres ne répondant pas aux conditions de l'article 25 § 2, al. 4 précité seront parfaitement licites si elles ne procèdent pas de l'utilisation d'une information privilégiée, le régime défini à l'article 25 § 2 de la Loi du 2 août 2002 visant à instaurer une sécurité juridique en définissant un cadre dans lequel ces opérations seront dans tous les cas exemptées²⁷¹.

79. Programme de rachat (suite) - L'article 7 § 1 de l'arrêté royal du 5 mars 2006 précise ce qu'il convient d'entendre par "*opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat*"²⁷². Nous y renvoyons le lecteur.

Les opérations sur actions propres répondant à ces définitions ne sont pas visées par les interdictions prévues par l'article 25 § 1, de la Loi du 2 août 2002, à condition qu'elles s'effectuent conformément au Règlement n° 2273/2003.

Les obligations de "*reporting*" découlant de ce régime dérogatoire sont décrites dans la communication de la FSMA du 5 mai 2006²⁷³.

²⁶⁷ G. Nejman, "Aspects juridiques de la régulation de cours", *Rev. Banque*, 1999, p. 143. Voir également C. Evers, B. Feron, B. Malvaux, T. Partsch, B. Taevernier, P. Tytgat, *Le rachat d'actions propres - Aspects financiers, juridiques, comptables et fiscaux*, Kluwer, 2001, pp. 126 et s.

²⁶⁸ B. Tavernier, "Le rachat d'actions propres au regard du droit boursier", *Séminaire EFE*, 19 novembre 1998, p. 14.

²⁶⁹ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 51.

²⁷⁰ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 192.

²⁷¹ P.A. Foriers et C. Tubeuf, *op. cit.*, p. 25.

²⁷² B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, pp. 51-53.

²⁷³ Réglementation en matière d'abus de marché - Mesures préventives de l'abus de marché & obligations de notification et reporting, Communication de la CBFA du 5 mai 2006, www.fsma.be.

Notons finalement que ce n'est pas parce que les conditions précitées du "safe harbour" ne sont pas remplies que le programme de rachat concerné constitue d'office un abus de marché, ce que confirme le rapport au Roi de l'arrêté royal du 5 mars 2006 précité²⁷⁴. Il faut en effet que la FSMA établisse l'existence d'un abus de marché²⁷⁵.

80. Programmes de stabilisation - L'article 25 § 2 alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002 prévoit également une exception pour les programmes de stabilisation.

La notion de "*programme de stabilisation*" vise toute acquisition, offre d'acquisition ou toute opération équivalente réalisée sur des instruments financiers ayant fait l'objet d'une offre publique dans le but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée prédéterminée en cas de pression à la vente exercée sur ceux-ci²⁷⁶.

On peut ainsi citer la technique du "*green shoe*", le "*claw back*" ou le contrat de liquidité ou d'animation²⁷⁷.

Afin de bénéficier de la dérogation prévue à l'article 25 § 2 alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002, la stabilisation d'un instrument financier doit se dérouler conformément aux articles 8 à 11 du Règlement n° 2273/2003.

Il est utile de noter que le CESR a indiqué dans ses recommandations de 2009 que:

"“Stabilisation” is often perceived as being an activity of buying and selling of a security in order to maintain its price around what is considered as an equilibrium price. However, in Regulation 2273/2003 (art. 2(7)), stabilisation is defined as a temporary price support activity through purchases (or orders to purchase), undertaken due to the selling pressure on the concerned security. CESR's view is that selling securities that have been acquired through stabilising purchases, including selling them to facilitate subsequent stabilising activity, is not behaviour that can be categorised as being for the purpose of price support, which is the objective of stabilisation as defined in the Stabilisation Regulation 2273/2003.

For this reason, CESR's view is that such sales of securities are not covered by Article 8 of the Market Abuse Directive 2003/6/EC, neither would be further acquisitions conducted after such sales. Refreshing the greenshoe falls outside the scope of the safe harbour and is not covered by the exemption provided by Article 8 of the Market Abuse Directive 2003/6/EC. As set out above, this does not imply that these transactions will necessarily be abusive and the criteria

²⁷⁴ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 17. Voir aussi considérant 2 du Règlement n° 2273/2003 et CESR's advice on level 2 implementing measures for the proposed market abuse directive, décembre 2002, CESR/02.089d, December 2002.

²⁷⁵ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 53.

²⁷⁶ Article 1, 17° de l'Arrêté royal du 17 mai 2007 relatif aux pratiques de marché primaire, M. B. 18 juin 2007. Voir aussi art. 2, 7° du Règlement n° 2273/2003.

²⁷⁷ B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 52.

set out in the Market Abuse Directive 2003/6/EC should be applied to the particular circumstances"²⁷⁸.

Notons une fois de plus que ce n'est pas parce que les conditions précitées du "*safe harbour*" ne sont pas remplies que le programme de rachat concerné constitue d'office un abus de marché, ce que confirme le rapport au Roi de l'Arrêté royal du 5 mars 2006 précité. Il faut en effet que la FSMA établisse l'existence d'un abus de marché²⁷⁹.

81. Nouvelles exceptions - Outre les exceptions 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 nouveau 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 pêche²⁸⁰.

4.2.6 Sanctions

A. Pouvoir d'injonction

82. Préalable à la sanction - En vertu de l'article 36 § 1 de la Loi du 2 août 2002, la FSMA dispose d'un pouvoir d'injonction envers "*toute personne physique ou morale établie en Belgique*"²⁸¹ afin que celle-ci se conforme aux dispositions qu'elle a violées, "*dans le délai que la FSMA détermine*"²⁸².

Sans préjudice des autres mesures prévues par la loi, si la personne ayant fait l'objet d'une injonction ne s'y conforme pas à l'issue du délai qui lui a été imparti, la FSMA peut, après que la personne ait pu faire valoir ses moyens, rendre publique sa position quant à l'infraction ou à la défaillance en question, ou imposer le paiement d'une astreinte qui ne peut être, par jour calendrier, inférieure à 250 euros ni supérieure à 50.000 euros, ni, au total, excéder 2.500.000 euros²⁸³.

Dans les cas urgents, la FSMA peut publier sa décision, sans injonction préalable, l'intéressé ayant pu faire valoir ses moyens²⁸⁴.

²⁷⁸ 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 3.2.4.

²⁷⁹ X. Dieux et D. Willermain, "La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution", *op. cit.*, p. 17. Voir aussi considérant 2 du Règlement n° 2273/2003 et CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, pp. 33 et s.; FSMA, Questions et réponses relatives aux abus de marché, www.fsma.be; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, p. 53.

²⁸⁰ Article 6 du Règlement 596/2014.

²⁸¹ Pour les personnes établies à l'étranger, la FSMA dispose néanmoins du pouvoir d'infliger une amende administrative.

²⁸² Article 36 § 1^{er} de la Loi du 2 août 2002.

²⁸³ Article 36 § 1^{er}, alinéa 2 de la Loi du 2 août 2002, qui prévoit aussi la possibilité de désigner un commissaire spécial dont l'autorisation est requise pour les actes et décisions que la FSMA détermine comme sanction possible à l'encontre d'une entreprise de marché ou d'un organisme de compensation ou de liquidation dont le siège social est établi en Belgique.

²⁸⁴ Article 36 § 1, alinéa 3 de la Loi du 2 août 2002.

Finalement, en vertu de l'article 36 §1, alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002, la FSMA peut également enjoindre à la personne à laquelle elle adresse une injonction de suspendre la commercialisation ou certaines formes de commercialisation du produit financier concerné sur le territoire belge aussi longtemps que les dispositions légales ou réglementaires en question ne sont pas respectées. La FSMA peut en outre décider de rendre cette décision publique, lorsqu'une telle publication est dans l'intérêt des utilisateurs de produits et services financiers²⁸⁵.

B. Amendes administratives

83. Sanction - L'article 36 § 2 de la Loi du 2 août 2002 permet à la Commission des sanctions de la FSMA d'infliger au contrevenant une amende administrative de minimum 2.500 euros et de maximum, pour le même fait ou pour le même ensemble de faits, 2.500.000 euros. Lorsque l'infraction a procuré un avantage patrimonial au contrevenant, ce maximum est porté au double du montant de cet avantage et, en cas de récidive, au triple.

84. Sanction à caractère pénal - Bien que les amendes administratives infligées par la FSMA soient des décisions administratives au regard du droit belge, elles constituent des accusations en matière pénale au sens de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales, de sorte que les garanties procédurales qui découlent du droit au procès équitable s'appliquent à ces procédures administratives de sanction²⁸⁶.

La Cour de justice l'a au demeurant rappelé dans l'arrêt Spector:

*"Certes, l'article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6 n'impose pas aux États membres de prévoir des sanctions pénales à l'encontre des auteurs d'opérations d'initiés mais se limite à énoncer que ces États sont tenus de veiller à ce que «des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions arrêtées en application de [cette] directive», les États membres étant, en outre, tenus de garantir que ces mesures sont «effectives, proportionnées et dissuasives». Néanmoins, eu égard à la nature des infractions en cause ainsi qu'au degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner, de telles sanctions peuvent être, aux fins de l'application de la CEDH, qualifiées de sanction pénales"*²⁸⁷.

85. Publication de la décision - L'article 72 § 3 alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002 précise que la commission des sanctions rend ses décisions publiques de manière nominative sur le site web de la FSMA, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. Dans ce dernier cas, la décision est publiée sur le site web de la FSMA de manière non nominative. En outre, en cas de recours contre la décision de sanction, celle-ci est publiée de manière non nominative dans l'attente de l'issue des procédures judiciaires.

²⁸⁵ Article 36 §1, alinéa 4 de la Loi du 2 août 2002.

²⁸⁶ Cf. *supra* § 75 et notes infrapaginales.

²⁸⁷ C.J.U.E., 23 décembre 2009, n° C-45/08, § 42.

86. Procédure - Au sujet des règles de procédure pour l'imposition d'une amende administrative, nous renvoyons à l'excellente étude de X. Taton²⁸⁸.

C. Harmonisation minimale des sanctions administratives par le nouveau Règlement 596/2014 - Cf. *supra*.

4.3 L'infraction pénale d'abus d'information privilégiée

87. Introduction - L'article 40 de la Loi du 2 août 2002 définit le délit pénal d'abus d'information privilégiée²⁸⁹.

Les dispositions pénales sont similaires aux dispositions relatives au délit administratif à l'exception de quelques particularités. Nous allons nous concentrer sur ces particularités et renvoyons pour le surplus aux développements qui précèdent.

4.3.1 Personnes visées

A. Les initiés primaires

88. Initiés primaires internes - L'article 40 § 1, 1^{er} alinéa de la Loi du 2 août 2002 vise tout d'abord les initiés primaires internes (encore appelés "*tippers*"²⁹⁰ ou "*corporate insiders*") à savoir ceux qui sont tenus par un devoir de confidentialité de nature fiduciaire ou contractuelle vis-à-vis de l'entreprise et des actionnaires²⁹¹.

Il s'agit des personnes qui disposent d'une information dont elles "*savent ou ne peuvent raisonnablement ignorer*" qu'elle est privilégiée:

- "1° en raison de leur qualité de membre d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur de l'instrument financier en question ou d'une société ayant des liens étroits avec celui-ci"²⁹²; ou
- 2° en raison de leur participation dans le capital de l'émetteur ; ou
- 3° en raison de leur accès à l'information du fait de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions".

²⁸⁸ X. Taton, "Les nouvelles procédures de sanctions devant la FSMA et la BNB", *D.B.F.*, n° 2012/II, pp. 79 et s.

²⁸⁹ Sur ce point, voir J. Spreutels, F. Roggen et E. Roger France, *Droit pénal des affaires*, Bruxelles, Bruylant, 2005, pp. 572 et s.

²⁹⁰ C'est-à-dire, dans le jargon commun, ceux qui transmettent l'information sans effectuer eux-mêmes l'opération. D. Philippe, "Les opérations d'initiés", *R.P.S.*, 1991, p. 110.

²⁹¹ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 272; J. Antoine et M.-C. Capiou-Huart, *Titres et Bourse*, t. 2, Bruxelles, Larcier 2012, p. 363.

²⁹² La notion de "liens étroits" renvoie aux articles 10 à 14 du Code des sociétés définissant les liens qui peuvent exister entre des personnes morales ou des personnes physiques et des personnes morales.

89. Initiés primaires externes - A côté des initiés primaires internes, l'article 40 vise les personnes qui travaillent ou entretiennent des relations d'affaires avec l'émetteur, de nature contractuelle ou extracontractuelle, directe ou indirecte, occasionnelle ou fréquente, sans en faire partie directement. On les appelle "*quasi-insiders*" ou "*initiés primaires externes*"²⁹³.

Sont ainsi visés²⁹⁴ les consultants, notaires, avocats, comptables²⁹⁵, réviseurs, banquiers ou membres d'entreprises d'investissement, imprimeurs, clients de la société, journalistes financiers ou autres, fonctionnaires, membres de la Banque nationale de Belgique, ainsi que et de manière plus générale donc, toutes les professions qui entretiennent des rapports avec la société ou sont susceptibles d'obtenir des informations directes ou indirectes sur elle ou sur ses titres.

Par contre, ne sont pas compris parmi les *corporate insiders* les actionnaires indirects, les détenteurs d'obligations convertibles, de warrants ou d'options sur actions²⁹⁶.

La Loi du 2 août 2002 ne donne pas d'indication quant à la question de savoir si chaque actionnaire (indépendamment de l'importance de sa participation) doit être considéré comme initié²⁹⁷.

90. Initiés primaires (suite) - La Loi du 2 août 2002, au 2^{ème} alinéa de l'article 40, prévoit trois catégories supplémentaires d'initiés primaires, à savoir:

- toute personne qui dispose de l'information privilégiée en raison de ses activités criminelles;
- dans le cas d'une société ou autre personne morale, les personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question;
- les sociétés d'investissement, les sociétés d'investissement en créances, les gestionnaires d'OPCA et les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif, les membres des organes de ces sociétés et les membres de leur personnel, qui disposent d'une information privilégiée concernant un instrument financier détenu par la société ou l'organisme en question.

B. Les initiés secondaires²⁹⁸

91. Information en seconde main - A côté des initiés primaires, la Loi du 2 août 2002 vise également les initiés secondaires ou "*tippees*" qui ont obtenu l'information en "seconde main"²⁹⁹.

²⁹³ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 273.

²⁹⁴ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 273-274.

²⁹⁵ Mons, 30 juin 2000, *Rev. Banque*, 2000, p. 549; B. Feron et O. Van Herstraeten, "L'exploitation abusive d'informations privilégiées, l'introduction en droit belge du délit d'initié, réflexions à la lumière du droit comparé", *J.T.*, 1989, p. 574; J. Cerfontaine, *op. cit.*, p. 152.

²⁹⁶ J. Van Lancker en K. Verdoodt, "Nieuwe regels inzake marktmanipulatie en misbruik van voorkennis", *T.R.V.*, 2003, p. 54.

²⁹⁷ J. Van Lancker en K. Verdoodt, *op. cit.*, p. 55.

²⁹⁸ J. Cerfontaine, *op.cit.*, n° 27-132.

L'article 40 § 3 englobe dans cette catégorie toute personne qui n'est pas un initié primaire mais "*qui, en connaissance de cause, dispose d'une information dont elle sait ou ne peut raisonnablement ignorer qu'elle est privilégiée et qu'elle provient directement ou indirectement*" d'un initié primaire. Cette définition est large et couvre l'hypothèse du "délit de dîner en ville" ou de l'"information de vestiaire" obtenue par hasard³⁰⁰.

92. Intérêt de la distinction - Cette distinction entre initiés primaires et initiés secondaires n'est pas purement académique étant donné que les éléments constitutifs du délit diffèrent selon la catégorie³⁰¹.

Il suffit en effet d'établir que l'initié primaire savait ou ne pouvait raisonnablement ignorer le caractère privilégié d'une information, alors que pour l'initié secondaire, il convient d'établir que l'initié (1) disposait de l'information en connaissance de cause ("*bewuste culpa*" ou "*luxuria*")³⁰² et (2) savait ou ne pouvait pas raisonnablement ignorer qu'elle provient directement ou indirectement d'un initié primaire ("*onbewuste culpa*" ou "*negligentia*")³⁰³.

Pourront, par exemple, être considérés comme des initiés secondaires un employé, un barman, un chauffeur de taxi, un gardien ou du personnel de nettoyage qui surprend par exemple la conversation entre deux administrateurs de sociétés émettrices au sujet d'informations privilégiées³⁰⁴.

C. Personnes morales

93. Renvoi - L'article 40 prévoit que, dans le cas d'une société ou autre personne morale, les personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question, sont considérées comme des initiés primaires.

Nous renvoyons aux propos développés sur ce point dans la partie relative à l'infraction administrative d'abus d'information privilégiée.

4.3.2 Comportements interdits

94. Trois comportements interdits - L'article 40 § 1^{er} et § 2 de la Loi du 2 août 2002 sanctionne trois comportements:

- a) **l'utilisation de l'information privilégiée pour acquérir, céder ou tenter d'acquérir ou de céder des instruments financiers concernés pour compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement, soit indirectement**

²⁹⁹ Th. L'Homme, "Les opérations d'initiés en droit belge et en droit européen", *R.D.I.C.*, 1994, p. 355; B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 276.

³⁰⁰ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 276.

³⁰¹ J. Cerfontaine, *op.cit.*, n° 12.

³⁰² K. Geens et B. Servaes, *op. cit.*, p. 117.

³⁰³ *Ibid.*

³⁰⁴ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les nouvelles règles en matière d'abus de marché", *op. cit.*, p. 277.

95. Utilisation de l'information privilégiée par l'initié - L'article 40 § 1, alinéa 2 interdit à une personne détenant une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers sur lesquels porte cette information.

Contrairement à l'infraction administrative, un lien de causalité est exigé en ce sens qu'il faut non seulement posséder une information privilégiée mais aussi l'utiliser. Il n'est donc pas question ici de présomption, la condition d'utilisation étant clairement prévue.

Par ailleurs, toujours contrairement à ce qui est prévu relativement à l'infraction administrative, il n'y pas d'exception basée sur l'exécution d'une convention antérieurement conclue (*cf supra*). Cette exception ne paraît cependant pas nécessaire à ce niveau: si le détenteur d'une information privilégiée ne fait que donner suite à une convention préexistante à la prise de connaissance, il n'utilise pas l'information pour acquérir ou céder les titres concernés et ne commet donc pas l'infraction³⁰⁵.

b) la communication de l'information privilégiée à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions

96. Communication de l'information privilégiée (renvoi) - L'article 40 § 2, 1° interdit à un initié de communiquer l'information privilégiée à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions.

L'initié ne peut donc pas communiquer l'information privilégiée à moins que cette communication n'intervienne dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions.

Au sujet de la portée de cette exceptions, nous renvoyons aux développements qui y sont consacrés ci-dessus.

c) La recommandation à un tiers d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers concernés

97. Recommandation - L'article 40 § 2, 2° interdit de recommander à un tiers d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers sur lesquels porte l'information.

³⁰⁵ *Ibid.*

4.3.3 Elément moral de l'infraction

98. Intention frauduleuse - Il est renvoyé à cet égard aux développements consacrés à ce sujet dans la partie relative à l'infraction administrative d'abus d'informations privilégiées.

4.3.4 Sanctions

99. Sanctions pénales - Les sanctions prévues par l'article 40 de la Loi du 2 août 2002 sont des peines d'emprisonnement de trois mois à un an et des amendes de 50 à 10.000 euros, tant pour les initiés primaires que pour les initiés secondaires.

En outre, l'initié peut être condamné à payer une somme correspondant au maximum au triple du montant de l'avantage patrimonial tiré directement ou indirectement de l'infraction. Cette somme est recouvrée comme une amende par l'Etat³⁰⁶.

Les interdictions professionnelles découlant de certaines condamnations du chef d'une infraction énumérée à l'arrêté royal n° 22 du 24 octobre 1934, ainsi que celles prévues aux articles 19 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et à l'article 61 de la Loi du 6 avril 1995, ont par ailleurs été étendues au délit d'initié (art. 129 de la Loi du 2 août 2002).

La Loi du 2 août 2002 rend applicable à l'ensemble des dispositions pénales inscrites dans la section 9 du chapitre II (articles 38 à 42), dont le délit d'initié, "*les dispositions du livre premier du Code pénal, sans exception du chapitre VII et de l'article 85*".

La confiscation spéciale peut également être prononcée pour autant que les instruments financiers qui ont fait l'objet de l'infraction ou qui en proviennent, fassent toujours partie du patrimoine du condamné au moment du jugement (art. 42 du Code pénal)³⁰⁷.

4.3.5 Nouvelle Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché - Cf. supra.

³⁰⁶ Article 40, §6 de la Loi du 2 août 2002.

³⁰⁷ B. Feron et M.-L. De Leener, "Les abus de marchés: Aspects pénaux et administratifs", *op. cit.*, p. 185.