

**DÉCISION DU 13 NOVEMBRE 2020 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION RELATIVE À
D'ÉVENTUELS MANQUEMENTS AUX OBLIGATIONS EN MATIÈRE DE DIVULGATION
D'INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES PAR X**

La commission des sanctions de l'Autorité des services et marchés financiers (ci-après « la FSMA »),

Vu les articles 70 à 72 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après « la loi du 2 août 2002 »),

Vu le Règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions de la FSMA du 18 septembre 2017, approuvé par arrêté royal le 9 octobre 2017,

Vu la décision du comité de direction de la FSMA du 12 septembre (...), prise en application de l'article 70, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002, d'ouvrir une instruction portant sur des faits susceptibles de constituer un manquement aux obligations en matière de divulgation d'informations privilégiées prévues par l'article 17.1 du 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 (ci-après « le Règlement MAR »),

Vu la réception par X (ci-après « X ») des constatations provisoires de l'auditeur par courrier du 13 juin 2019 et les observations formulées par X par l'intermédiaire de son conseil le 4 septembre 2019,

Vu la décision du comité de direction de la FSMA du 3 février 2020, prise en application de l'article 71, § 2, de la loi du 2 août 2002, d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre X,

Vu la notification des griefs adressée à X par courrier recommandé avec accusé de réception daté du 3 février 2020,

Vu le courrier du président du comité de direction du 3 février 2020 adressé au président de la commission des sanctions et comportant le rapport définitif de l'auditeur du 3 décembre 2019,

Vu le rapport définitif de l'auditeur,

Vu la décision du président de la commission des sanctions de convoquer une audience d'introduction conformément à l'article 13 du Règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions de la FSMA afin d'entendre la partie et le comité de direction quant au calendrier de la procédure,

Vu l'audience d'introduction du 20 février 2020 tenue en présence de Maître (...), représentant X, ainsi que de Monsieur Jean-Michel Van Cotttem et de Madame Anne-Louise Servais, représentant le comité de direction de la FSMA,

Vu le calendrier de procédure comportant les dates de dépôt des observations de X et du comité de direction ainsi que la date de l'audition, actés lors de l'audience d'introduction,

Vu les observations écrites de X du 30 mars 2020 et les pièces complémentaires y jointes,

Vu la décision du comité de direction de la FSMA de ne pas déposer d'observations écrites, communiquée au président de la commission des sanctions par courrier du 12 mai 2020,

Vu les observations écrites complémentaires / le mémoire en réponse écrit de X du 31 mai 2020 et,

Vu l'audition du 29 juin 2020 tenue en présence X, représentée par Monsieur (...) et son conseil, Maître (...), de Monsieur Jean-Michel Van Cottem, représentant du comité de direction, de Monsieur Michaël André, auditeur, et de Madame Isabelle Le Grand, rapporteur,



I. Motivation de la décision

I.1. Présentation de X, contexte et exposé des faits pertinents

1. X est une société (...)

[qui à] (...) l'époque des faits (...) avait [des] (...) produits (...) en différentes étapes de développement (...). L'un d'eux] (ci-après « le Produit ») (...) achevait la première étude de phase III (...), la dernière phase avant sa mise éventuelle sur le marché, à condition qu'elle soit en mesure d'obtenir une autorisation de mise sur le marché (ci-après « AMM ») sur base des résultats de cette étude.

Les actions de X sont cotées en continu sur (...) Euronext (...).

La valorisation de X, (...), s'appuie sur la valeur nette actualisée de ses ventes futures. L'état d'avancement du développement et la perspective des ventes futures de ses produits sont donc des éléments essentiels de sa valorisation.

(...)

Les faits pertinents de cette procédure, exposés dans les paragraphes suivants, concernent notamment l'information selon laquelle l'AMM ne pouvait pas être délivrée sur base de la première étude de phase III effectuée et qu'une seconde étude devait être réalisée, ainsi que la sollicitation d'une AMM conditionnelle.

(...)

2. X considérait les résultats de la première étude de phase III sur le Produit comme étant particulièrement positifs. Son communiqué de presse du (...) (pièce B.19 de l'inventaire de l'auditeur) en témoigne. L'objectif d'efficacité réglementaire de (...) % (...) n'était pourtant pas atteint. Ce fait a été mentionné dans son rapport annuel (...) (pièce 3 de l'inventaire de X), (...), disponible sur son site web), ainsi que dans un communiqué de presse du (...), (...).

X annonçait que, (...), l'étape suivante était de poursuivre les discussions avec les autorités (...) en vue de l'obtention d'une AMM et qu'elle soumettait à cette fin à Z (ci-après (...) « Z ») un ensemble d'informations comprenant les résultats de la première étude de phase III pour obtenir un avis scientifique quant à la qualité suffisante de ces résultats.

3. Z est l'autorité (...) qui supervise le processus de mise sur le marché des produits (...) en (...). L'obtention d'une AMM en (...) est subordonnée à son avis scientifique. Sa procédure d'avis scientifique s'effectue en plusieurs étapes, décrites par X dans son mémoire en réponse écrit, note de bas de page n° 5 : (1) demande de fixation d'une réunion, (2) réunion au cours de laquelle Z fait part de ses observations oralement, (3) rédaction d'un procès-verbal par la société qui sollicite l'avis, (4) remarques par Z sur le projet de procès-verbal et confirmation écrite de ses observations et de sa position.

4. Une réunion de représentants de X et de Z a été fixée le (...) (ci-après « la Réunion »).

Au terme de la Réunion, X disposait des informations suivantes (ci-après « l'Information ») :

- une seconde étude de phase III devait être réalisée ;
- une AMM classique ne serait pas délivrée ;
- une demande d'AMM conditionnelle avait été soumise à Z lors de la Réunion.

5. Dès le (...), une liste d'initiés relative à l'Information a été établie (pièce A.20.1.1. de l'inventaire de l'auditeur) et X s'est assurée que l'ensemble des personnes concernées étaient tenues à un engagement de confidentialité, légal ou conventionnel (cf. paragraphe 26 du mémoire en réponse écrit de X).
6. Le (...), deux conférences téléphoniques ont eu lieu afin de discuter de l'opportunité de publier un communiqué de presse avant la communication du projet de procès-verbal de la Réunion et le retour de Z sur celles-ci (la quatrième étape décrite ci-dessus au paragraphe 3 de cette décision), d'abord entre les experts ayant participé à la Réunion, puis entre les membres du conseil d'administration. Ces deux conférences téléphoniques sont arrivées à la même conclusion : une communication au marché avant la réception du procès-verbal de la Réunion finalisé (donc avant le retour de Z, quatrième étape) risquait d'être incomplète et biaisée (cf. la lettre de (...) (CEO de X à l'époque de la Réunion) du (...) adressée à l'auditeur, pièce A.13.1 de l'inventaire de l'auditeur).
7. Le (...), l'administrateur délégué de X a envoyé le projet de procès-verbal de la Réunion à Z (pièce A.4.2.1 de l'inventaire de l'auditeur).
8. Le vendredi (...), Z a envoyé ses remarques sur le projet de procès-verbal de la Réunion et a indiqué qu'une AMM conditionnelle n'était pas envisageable.
9. Le lundi (...), avant l'ouverture des marchés, X a publié la position de Z en précisant que « (...) » (communiqué de presse du (...) (7h), pièce B.11 de l'inventaire de l'auditeur).

I.2. Griefs

10. Au terme de son enquête, l'auditeur a conclu que les faits tels qu'examinés dans son rapport constituaient, dans le chef de X, une infraction à l'obligation de publier dès que possible les informations privilégiées qui concernent directement l'émetteur, soit une obligation visée à l'article 17.1 du Règlement MAR.
11. Le comité de direction a décidé de retenir les constatations de l'auditeur à titre de griefs à l'encontre de X.
12. Le comité de direction propose à la commission des sanctions d'infliger une amende d'un montant de 100.000 EUR à X.

Compte tenu du fait que, d'après le comité de direction, les manquements reprochés à X ne sont pas excusables, le comité de direction a en outre proposé à la commission des sanctions de publier sa décision de manière nominative.

I.3. Discussion

I.3.1. Appréciation des griefs

Rappel des dispositions applicables

13. L'article 17 du Règlement MAR dispose que :

« 1. Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur. »

L'émetteur veille à ce que les informations privilégiées soient rendues publiques d'une façon permettant un accès rapide et complet à ces informations ainsi qu'une évaluation correcte et rapide de celles-ci par le public et, le cas échéant, par le biais du mécanisme officiellement désigné visé à l'article 21 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil. L'émetteur ne combine pas la publication d'informations privilégiées avec la commercialisation de ses activités. L'émetteur affiche et conserve sur son site internet, pour une période d'au moins cinq ans, toutes les informations privilégiées qu'il est tenu de publier.

Le présent article s'applique aux émetteurs qui ont sollicité ou approuvé l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé dans un État membre ou, s'il s'agit d'un instrument qui est négocié uniquement sur un MTF ou sur un OTF, aux émetteurs qui ont approuvé la négociation de leurs instruments financiers sur un MTF ou sur un OTF, ou qui ont sollicité l'admission à la négociation de leurs instruments financiers sur un MTF dans un État membre.

(...)

4. Tout émetteur ou participant au marché des quotas d'émission peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée à condition que toutes les conditions suivantes soient réunies :

- a) la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ;*
- b) le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ;*
- c) l'émetteur ou le participant au marché des quotas d'émission est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.*

Dans le cas d'un processus qui se déroule en plusieurs étapes et qui vise à donner lieu à, ou qui résulte en, une certaine circonstance ou un certain événement, un émetteur ou un participant au marché des quotas d'émission peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée liée à ce processus, sous réserve des points a), b) et c) du premier alinéa.

Lorsqu'un émetteur ou un participant au marché des quotas d'émission a différé la publication d'une information privilégiée au titre du présent paragraphe, il informe l'autorité compétente précisée au paragraphe 3, immédiatement après la publication de l'information, que la publication a été différée et fait état, par écrit, de la manière dont les conditions énoncées au présent paragraphe ont été satisfaites. À titre de solution de substitution, les États membres peuvent prévoir que l'enregistrement de ces explications ne doit être présenté que sur demande de l'autorité compétente précisée au paragraphe 3.

(...)

11. L'AEMF émet des orientations en vue de l'établissement d'une liste indicative et non exhaustive des intérêts légitimes des émetteurs visés au point a) du paragraphe 4, et des situations dans lesquelles le retard de la publication d'informations privilégiées tel que visé au paragraphe 4, point b), est susceptible d'induire le public en erreur. »

14. L'article 7.1, a), du Règlement MAR définit l'information privilégiée comme étant « *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, 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 le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ».

Deux des quatre conditions (cf. infra, paragraphe 18.1. de cette décision) comprises dans cette définition de la notion d'information privilégiée sont à leur tour définies.

Le caractère précis est défini par l'article 7.2. du Règlement MAR comme suit : « *Aux fins de l'application du paragraphe 1, une 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, si elle est suffisamment précise pour qu'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 ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission. À cet égard, dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement.* »

Le caractère sensible est défini par l'article 7.4., premier alinéa, du Règlement MAR comme suit : « *Aux fins du paragraphe 1, on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers, des instruments financiers dérivés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur des quotas d'émission, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.* »

15. L'article 36, § 2, alinéa 2, 3°, de la loi du 2 août 2002 définit l'amende maximale en cas d'infraction à l'article 17 du Règlement MAR et dispose que :

« *en cas d'infraction aux articles 16 ou 17 du règlement 596/2014 ou aux dispositions prises sur la base ou en exécution de ces articles : s'agissant de personnes physiques, 1 000 000 euros et, s'agissant de personnes morales, 2 500 000 euros ou, si le montant obtenu par application de ce pourcentage est plus élevé, deux pour cent du chiffre d'affaires annuel total. Lorsque l'infraction a procuré un profit au contrevenant ou a permis à ce dernier d'éviter une perte, ce maximum peut être porté au triple du montant de ce profit ou de cette perte; »*

– Quant au grief de manquement à l'obligation de publier dès que possible les informations privilégiées qui concernent directement l'émetteur (infraction à l'article 17.1 du Règlement MAR)

16. L'auditeur fait grief à X de ne pas avoir respecté son obligation de publier dès que possible une information privilégiée qui la concerne directement, telle qu'elle découle du cadre légal rappelé ci-avant.

En substance, l'auditeur fait grief à X de ne pas avoir rendu publique l'Information dès que possible après la Réunion du (...) (tenant compte des délais liés à l'appréciation du caractère privilégié ainsi qu'à la préparation du communiqué, son éventuelle traduction et sa diffusion), mais d'avoir différé sa publication jusqu'au lundi (...), avant l'ouverture des marchés, sans que les conditions d'un report légitime soient réunies.

L'auditeur a d'abord examiné si l'information détenue par X suite à la Réunion constituait une information privilégiée (paragraphe 84 – 107 de son rapport). Il est arrivé à la conclusion que l'Information était bel et bien une information qui, au sortir de la Réunion, n'avait pas été rendue publique, était précise, concernait directement X et ses actions et était susceptible, si elle avait été rendue publique, d'influencer sensiblement le cours des actions X, et qu'elle constituait donc une information privilégiée au sens de l'article 7.1, a), du Règlement MAR.

L'auditeur a ensuite examiné si X avait publié l'Information dès que possible (paragraphe 108 – 112 de son rapport). Il a constaté qu'il était exclu que la préparation de la communication de l'Information soit à l'origine du délai de 11 jours calendrier qui s'est écoulé entre la Réunion et le communiqué de presse du (...). Il rapporte en outre que l'écoulement de ce délai n'est pas non plus lié à l'appréciation du caractère privilégié de l'Information puisque X a établi une liste d'initiés relative à l'Information dès le (...), mais qu'il est (par contre) lié à sa décision du (...) de ne pas la publier avant le retour de Z. Il conclut que l'exigence de publicité immédiate n'a dès lors pas été observée.

Enfin, l'auditeur a examiné (tout en précisant que X ne prétend pas avoir fait usage de la faculté de report) si X avait reporté la publication de l'Information conformément aux prescrits applicables, dont notamment les conditions énumérées à l'article 17.4 du Règlement MAR (paragraphe 113 – 126 de son rapport). Son examen arrive à la conclusion qu'il n'a pas été établi que la publication immédiate de l'Information était susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de X¹ et que le report était susceptible d'induire le public en erreur². L'ensemble des conditions de fond pour pouvoir valablement reporter la publication d'une information privilégiée, prévues par l'article 17.4 du Règlement MAR, n'étaient donc pas réunies en l'espèce. En outre, l'auditeur a constaté que X n'avait pas informé la FSMA immédiatement après la publication de l'Information de ce que la publication avait été différée, ni fait état, par écrit, de la manière dont les conditions de fond avaient été satisfaites.

17. X soutient par contre qu'elle a bel et bien publié l'Information dès que possible.

Elle ne conteste pas le caractère privilégié des trois composants³ de l'Information.

Elle soutient toutefois qu'ils sont intrinsèquement liés et interdépendants quant à leurs effets et doivent, par conséquent, satisfaire globalement aux tests de matérialité et de spécificité⁴.

¹ Car, en application de l'interprétation restrictive qui s'impose, le seul impact négatif d'une communication sur le cours du titre de l'émetteur concerné ne peut à lui seul justifier le caractère légitime des intérêts invoqués par l'émetteur.

² Étant donné que l'Information était sensiblement différente des annonces publiques précédemment faites par X, qu'elle était contraire aux attentes, basées sur le communiqué de presse de X du (...), du marché et qu'elle avait un impact significatif sur la situation financière de X.

³ Énumérés au paragraphe 4 de cette décision.

⁴ L'examen du caractère précis de l'information repose sur ces deux tests complémentaires déduits par la doctrine de la définition de cette notion de précision à l'article 7.2 du Règlement MAR. Pour qu'une information puisse être réputée à caractère précis, elle doit (1) s'appuyer sur un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou sur un événement qui s'est produit ou

Elle soutient en plus que l'Information était incomplète et insuffisamment précise (voire de caractère potentiellement trompeur) sans pouvoir prendre en compte le retour de Z, tout d'abord quant à la demande d'AMM conditionnelle et, deuxièmement, quant aux modalités et justifications de refus d'octroi de l'AMM classique et à la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III mentionnées oralement par Z lors de la Réunion. Elle souligne que la communication du refus de Z d'octroyer une AMM classique du Produit était susceptible d'être contredite, ou à tout le moins sérieusement atténuée, par l'existence d'une demande d'AMM conditionnelle dont l'octroi et les modalités ne pouvaient pas être précisés à l'issue de la Réunion, mais qui étaient susceptibles d'avoir un impact direct et significatif sur la portée de ce refus. Elle indique, par ailleurs, que les modalités et justifications de refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III devaient encore être confirmées par Z lors de l'approbation du report.

X conclut que, à l'issue de la Réunion et avant le retour de Z, l'Information (les trois composants constituant une seule information privilégiée) ne répondait globalement ni au test de matérialité, ni au test de spécificité. D'après X, l'ensemble de circonstances présentes à l'issue de la Réunion ne permettait donc pas de tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances sur le cours de X, de sorte que l'information ne pouvait pas être considérée comme « *une information privilégiée au sens strict du terme* » (mémoire en réponse écrit de X, paragraphe 20), faute de caractère précis.

X soutient que ce n'est qu'au moment du retour de Z, le vendredi (...), que l'Information a acquis un caractère suffisamment précis. Ayant publié un communiqué de presse le lundi (...), avant l'ouverture des marchés, elle estime avoir publié l'information privilégiée en question dès que possible, en respectant l'article 17 du Règlement MAR. Elle ne prétend donc pas avoir fait usage de l'exception de report de publication prévue par ce même article.

Avant l'obtention de la position de Z, elle estime ne pas avoir été en mesure de diffuser l'Information de manière précise, fidèle et sincère, au vu des aléas et des imprécisions entourant cette information. Vu l'incertitude entourant l'éventuel octroi d'une AMM conditionnelle, ce n'était, d'après X, pas possible de communiquer avant le retour de Z sans risquer d'induire le marché en erreur. Elle soutient en outre que les échanges oraux au cours de la Réunion n'étaient pas suffisamment complets pour permettre une communication précise, fidèle et sincère et indique que cela avait d'ailleurs été discuté préalablement avec la FSMA.

18. La commission des sanctions constate que X a manqué à l'obligation de publier dès que possible une information privilégiée qui la concerne directement, obligation visée à l'article 17.1 du Règlement MAR.
- 18.1. Cette appréciation des griefs requiert au préalable la démonstration du fait que l'Information revêt un caractère privilégié.

dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira (test de matérialité) et (2) être suffisamment précise pour qu'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 (test de spécificité). Le test de matérialité impose que l'information s'appuie sur des éléments tangibles. Le test de spécificité implique que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour être susceptible d'avoir un effet sur le cours des instruments financiers concernés.

La définition précitée (*supra*, paragraphe 14 de cette décision) de l'information privilégiée, donnée par l'article 7.1, a), du Règlement MAR, comprend quatre conditions qui doivent être cumulativement remplies afin qu'une information puisse être qualifiée de privilégiée :

- (i) elle doit avoir un caractère précis,
- (ii) elle n'a pas été rendue publique,
- (iii) elle concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et
- (iv) elle est susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

L'examen visant à déterminer si ces conditions sont remplies ou non, notamment pour ce qui concerne la première (précision) et la quatrième (spécificité) condition, doit être fait *ex ante*.

18.2. La deuxième et la troisième condition sont évidemment remplies. L'Information est une information qui concerne directement X et ses actions. Entre le (...) et la publication du communiqué de presse du (...), l'Information était une information qui n'avait pas été rendue publique.

18.3. X conteste par contre le caractère précis de l'Information, non pas de ses trois composants en soi⁵, mais de l'Information dans sa totalité, comme ensemble de trois composants qui sont, d'après X, intrinsèquement liés et interdépendants quant à leurs effets. Elle conteste à la fois la matérialité et la spécificité de l'Information considérée de façon globale.

Une information présente un degré suffisant de matérialité si elle s'appuie sur des éléments de preuve stables et objectifs, et non sur de simples rumeurs, des spéculations ou de vagues indications.

En ce qui concerne l'Information, il ressort clairement des faits qu'elle s'appuie sur de tels éléments. Au terme de la Réunion, X était, incontestablement et de manière non contestée, informée de ce qu'une seconde étude de phase III devait être réalisée, qu'une AMM classique ne serait pas délivrée et que Z avait été sollicité d'envisager l'obtention d'une demande d'AMM conditionnelle pour le Produit. L'Information concerne donc un événement qui s'est déjà réalisé / des circonstances qui se sont produites ou des éléments existants / des faits réels. Cela vaut pour ses trois composants considérés chacun en soi, y compris la formulation par X d'une demande d'AMM conditionnelle, mais également pour l'Information considérée comme ensemble de trois composants intrinsèquement liés et interdépendants quant à leurs effets. L'incertitude relative à la décision de Z par rapport à la demande faite par X à Z de se prononcer sur la possibilité d'obtenir une AMM conditionnelle, n'affecte en rien la matérialité ni du troisième composant, ni de l'Information dans sa totalité. Cette réponse de Z ne fait pas partie des composants de l'Information. C'est un événement futur distinct de l'Information. La demande faite par X lors de la Réunion du (...) ou le fait de la demande ne devient pas moins tangible, stable ou objectif par l'incertitude quant à la réponse de Z par rapport à cette demande. L'aléa autour de la réponse à réserver par Z à la demande de X d'envisager l'obtention d'une demande d'AMM conditionnelle pour le Produit n'est pas non plus de nature à pouvoir disqualifier le caractère tangible, stable ou objectif de l'Information considérée comme ensemble de trois composants intrinsèquement liés et interdépendants quant à leurs effets.

⁵ « ... X n'a jamais contesté et ne conteste toujours pas le caractère privilégié des trois composants de l'Information ... » (mémoire en réponse écrit de X, paragraphe 19).

Sa nature d'élément existant ou d'événement réalisé ou d'ensemble de circonstances qui se sont produites, et par conséquent la matérialité de l'Information, est donc établie.

Pour être précise, l'information doit par ailleurs revêtir un degré suffisant de spécificité. Afin de passer le test de spécificité, il suffit, selon la CJUE, que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour pouvoir constituer une base permettant d'évaluer si l'ensemble de circonstances ou l'événement qui en est l'objet est susceptible d'avoir un effet sur les cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte. « *Par conséquent, cette disposition n'exclut de la notion d'« information privilégiée » que des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés.* » (arrêt Lafonta du 11 mars 2015, C-628/13, § 31). Dans ce même arrêt, la CJUE a dit pour droit que la réglementation n'exige 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 le cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques.* » (§ 38).

De l'avis de la commission des sanctions, l'Information était suffisamment concrète ou spécifique pour permettre de juger que l'ensemble des circonstances qui en était l'objet était susceptible d'avoir un effet sur le cours des actions X, ou d'en tirer cette conclusion. Elle permettait même et ce nonobstant l'absence d'obligation juridique à cet égard, d'en anticiper la variation à la baisse. L'Information était en effet clairement négative pour la société. Cette qualification de l'Information comme information négative vaut pour ses trois composants, aussi bien pour les composants considérés en soi (y compris la demande d'une AMM conditionnelle) que pour l'ensemble des composants considérés comme intrinsèquement liés et interdépendants quant à leurs effets. Elle était clairement de nature à avoir un impact négatif sur les conditions de commercialisation du Produit et sur les coûts y relatifs, dont notamment les dépenses de recherche et de développement supplémentaires. Cela vaut aussi pour la demande d'une AMM conditionnelle, même si ce composant était de nature à créer potentiellement une perspective susceptible d'atténuer l'impact négatif de l'Information, l'éventualité d'obtenir une AMM conditionnelle au lieu d'une AMM classique restant de toute façon un élément négatif.

La commission des sanctions ne se rallie pas à l'avis de X selon lequel l'Information considérée dans sa totalité ou globalement, tenant compte du lien intrinsèque entre ses trois composants et de l'interdépendance quant aux effets de ses trois composants, aurait été incomplète, voire potentiellement trompeuse sans pouvoir prendre en compte la position de Z quant à la demande d'AMM conditionnelle, ou encore, sans avoir reçu la confirmation écrite des modalités et justifications du refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III mentionnées oralement par Z lors de la Réunion.

Elle estime par contre que l'Information était complète à l'issue de la Réunion, le (...).

Cela vaut tout d'abord pour son troisième composant : le fait de la demande d'une AMM conditionnelle est complet en soi et ne devient pas incomplet, ni potentiellement trompeur par l'incertitude quant à la réponse que Z y réservera. La communication qu'une demande d'AMM conditionnelle a été faite en informe l'investisseur complètement et lui permet d'apprécier, en connaissance de cause, l'aléa qui entoure la réponse à y réserver par Z.

Cela vaut également pour l'aléa entourant les modalités et justifications du refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III mentionnées oralement par Z lors de la Réunion, en attendant les remarques de Z sur le projet de procès-verbal et la confirmation écrite de ses observations et de sa position. Le premier composant (une seconde étude de phase III devait être réalisée) et le deuxième composant (une AMM classique ne serait pas délivrée) sont complets en soi et ne deviennent pas incomplets, ni potentiellement trompeurs s'ils sont publiés sans attendre la confirmation de Z quant à leurs modalités et justifications. Tout comme pour le troisième composant, il y a lieu de conclure que la communication des deux premiers composants de l'Information aurait permis aux investisseurs de s'en informer et d'apprécier, en toute connaissance de cause / en disposant de l'information précise quant à ses deux composants, l'aléa entourant les modalités et justifications du refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III en attendant une communication ultérieure au moment du retour de Z.

Cela vaut tout autant pour l'ensemble des trois composants, interdépendants quant à leurs effets : la communication de l'Information dès que possible, à l'issue de la Réunion, aurait permis aux investisseurs de disposer de l'information précise et complète, telle que disponible ou existante à ce moment-là, et d'apprécier, en toute connaissance des faits disponibles, connus ou existants entre la Réunion et le retour de Z, l'aléa entourant les modalités et justifications du refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III et la réponse à réserver à la demande d'AMM conditionnelle.

Par identité des motifs, la commission des sanctions estime qu'il était bien possible de diffuser l'information de manière précise, fidèle et sincère sans attendre le retour de Z.

La réponse de Z quant à la demande d'AMM conditionnelle ainsi que sa confirmation écrite des modalités et justifications du refus d'octroi de l'AMM classique et la demande de lancement d'une deuxième étude de phase III, ne constituent pas des éléments nécessaires pour compléter le caractère précis de l'Information. Il s'agit d'éléments, d'événements ou de circonstances futurs, distincts de l'Information, dont le caractère d'information privilégiée doit faire l'objet d'une analyse autonome et qui, en cas de résultat affirmatif, doivent faire l'objet d'une communication ultérieure conformément à l'article 17 du Règlement MAR.

De manière tout à fait surabondante, cette conclusion quant au caractère complet et fidèle de la communication de l'Information est encore corroborée par le fait que l'Information était contraire à l'attente du marché basée sur le communiqué de presse de X du (...) (*supra*, paragraphe 2 de cette décision), ce qui indique que le report (au lieu de la communication dès que possible sans attendre le retour de Z) était susceptible d'induire le public en erreur, et par le délai réglementaire de (...) à (...) semaines dont disposait Z pour fournir ses remarques sur le projet de procès-verbal et donner confirmation écrite de ses observations et de sa position, créant le risque de tenir le marché dans l'ignorance d'une information fondamentale à l'égard de X pendant toute la durée de ce délai réglementaire.

La possibilité que ce retour contienne des éléments de nature à atténuer l'impact négatif (sans être capable de transformer la portée négative de l'Information), ne rend pas l'Information incomplète ou potentiellement trompeuse et ne peut pas justifier son report.

En ce qui concerne la remarque de X selon laquelle elle aurait préalablement discuté avec la FSMA du fait que les échanges oraux au cours de la Réunion n'étaient pas suffisamment complets pour permettre une communication précise, fidèle et sincère (et seraient dès lors de nature à induire le marché en erreur), la commission des sanctions est d'avis que l'e-mail de la FSMA résumant la conversation téléphonique entre la FSMA et X du (...) (pièce A.1.1.5 de l'inventaire de l'auditeur et unique pièce concernant cet entretien) ne permet pas de conclure que la FSMA aurait confirmé qu'il fallait attendre la confirmation écrite de Z afin que les échanges oraux deviennent suffisamment complets pour permettre une communication précise, fidèle et sincère. Ce résumé ne contient, tout d'abord, aucune référence au « caractère complet et fidèle » de la communication. Plus fondamentalement, le résumé de la conversation téléphonique du (...) conclut que si Z devait indiquer son avis quant aux conditions de mise sur le marché à la société, X devrait informer le marché le (...). La commission des sanctions estime que, conformément à cette conclusion du résumé de la conversation du (...), l'Information aurait dû être publiée le (...). La commission des sanctions constate cependant que l'interprétation de X et celle de la FSMA concernant cet entretien téléphonique du (...) divergent et que la conversation n'a pas été enregistrée. La portée précise de cette conversation téléphonique reste donc indéterminée.

La spécificité de l'Information, second composant du caractère précis d'une information privilégiée, est établie. L'Information avait donc un caractère précis à l'issue de la Réunion.

- 18.4. L'article 7.4 du Règlement MAR précise qu'une information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés est celle « *qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* ».

La condition de sensibilité vise à disqualifier en tant qu'information privilégiée les informations « *même à caractère précis qui auraient un impact insignifiant sur [l]es cours et qui, par conséquent, n'affecteraient pas l'intégrité des marchés* »⁶.

La commission des sanctions estime que l'Information est clairement de nature à être exploitée immédiatement sur les marchés, qu'elle peut avoir un impact significatif sur le cours de l'action X et qu'elle est susceptible d'avoir un impact important sur les investisseurs raisonnables.

Cette conclusion résulte immédiatement et à suffisance du fait que l'Information a un impact important sur les conditions de commercialisation du produit phare d'une société (...), dont la réussite avait été décrite dans son rapport annuel comme étant déterminante pour le potentiel commercial de la société (*infra*, paragraphe 1 de cette décision) et dont la société avait annoncé qu'elle entamerait des discussions avec les autorités (...) en vue de l'obtention d'une AMM (*infra*, paragraphe 2 de cette décision), et sur les coûts y relatifs.

Le caractère sensible de l'Information est établi.

- 18.5. Il ressort de ce qui précède que l'Information identifiée revêt le caractère d'information privilégiée.
- 18.6. Le (...) est par conséquent la date à partir de laquelle l'Information avait acquis son caractère privilégié. Or, ce n'est que le (...) à 7h00 (deux jours et demi après le retour de Z ; onze jours calendrier ou sept jours d'ouverture des marchés après la Réunion) que X a informé le marché que Z exigeait la réalisation d'une seconde étude de phase III avant d'examiner une demande d'AMM.

⁶ Voyez les conclusions de l'avocat général Wathelet avant l'arrêt Lafonta, § 47.

Il est évident que ce laps de temps ne peut pas se justifier par le temps nécessaire pour la préparation du communiqué de presse, sa traduction et sa diffusion. Il ne peut pas non plus être justifié en invoquant le délai raisonnable lié à l'appréciation du caractère privilégié de l'Information puisqu'une liste d'initiés a été établie dès le (...).

L'analyse des faits a, par contre, démontré que le délai écoulé entre l'issue de la Réunion / le moment où l'Information avait acquis son caractère privilégié et sa publication est dû à la décision de X, prise le lendemain de la Réunion, d'attendre le retour de Z, vraisemblablement dans l'espoir d'atténuer l'impact négatif de l'Information en cas d'obtention d'une AMM conditionnelle et de pouvoir mettre en exergue les éléments positifs⁷ figurant dans le rapport confirmé, en s'appuyant sur le jugement erroné (*supra*, paragraphe 18.3. de cette décision) selon lequel l'Information aurait été incomplète et insuffisamment précise (voire potentiellement trompeuse) si elle avait dû être publiée en l'état sans pouvoir prendre en compte le retour de Z.

En décidant, à tort, d'attendre le retour de Z avant de publier l'Information, X a manqué à l'obligation de publier dès que possible une information privilégiée qui la concerne directement, telle que visée à l'article 17.1 du Règlement MAR.

- 18.7. Etant donné que X affirme explicitement ne pas avoir fait usage de la possibilité, prévue par l'article 17.4. du Règlement MAR, de différer, sous la propre responsabilité de l'émetteur, la publication d'une information privilégiée, un examen des conditions de fond et de forme de cette faculté de report est sans objet.

C'est donc à titre tout à fait surabondant que la commission des sanctions rappelle qu'elle est d'avis qu'au moins une des trois conditions de fond ne semble pas avoir été remplie : la condition que le retard de publication ne soit pas susceptible d'induire le public en erreur. Cette appréciation des faits est basée sur le constat que l'Information était, en effet, contraire à l'attente du marché basée sur le communiqué de presse de X du (...) (*supra*, paragraphe 2 de cette décision).

19. Ayant constaté que X a manqué à l'obligation de publier dès que possible une information privilégiée qui la concerne directement, telle que visée à l'article 17.1 du Règlement MAR, la commission des sanctions examine ci-dessous la sanction idoine à infliger à X.

I.3.2. Sanction

– Amende administrative

20. Le comité de direction propose d'infliger à X une amende de 100.000 EUR.

Le comité de direction motive sa proposition par la gravité des faits, la durée de l'infraction, la solidité financière de X, l'estimation du préjudice patrimonial subi par des tiers du fait de l'infraction et le caractère dissuasif que la sanction doit revêtir.

Le préjudice patrimonial subi par des tiers est estimé par l'auditeur à un montant se situant entre 45.667 EUR et 53.109 EUR (cf. paragraphe 49 du rapport de l'auditeur).

⁷ Par exemple, le fait que Z avait reconnu que les résultats du critère principal d'évaluation avaient atteint la signification statistique.

21. X considère que si l'existence d'une infraction à l'article 17 du Règlement MAR devait être constatée, il conviendrait de prendre en compte les circonstances pertinentes suivantes : qu'elle a mis tout en œuvre en vue de respecter ses obligations en vertu de l'article 17 du Règlement et que son intention n'a jamais été de retarder volontairement la publication de l'Information en violation de l'article 17 du Règlement MAR, qu'elle n'a jamais été mise en cause pour non-respect éventuel de ses obligations d'information et a toujours veillé à communiquer de manière prudente et réfléchie, que la durée de l'infraction était limitée à sept jours d'ouverture des marchés, (...) et qu'une condamnation au paiement d'une amende serait particulièrement dommageable pour sa santé financière, qu'elle n'a pas réalisé de profit à la suite de l'infraction et que le préjudice patrimonial subi par des tiers du fait de l'infraction est relativement limité, que les membres du top management ainsi qu'un nombre important d'administrateurs ont été remplacés et que le management actuel a à cœur de mettre en œuvre toutes les démarches possibles afin d'assurer une efficacité encore plus grande du respect de ses obligations d'information, qu'elle a veillé à collaborer au mieux avec la FSMA et que, dès lors, une amende de 100.000 EUR est manifestement disproportionnée.
22. Afin de déterminer le montant de l'amende administrative, la commission des sanctions tient compte de toutes les circonstances pertinentes et, notamment, d'un côté, de la gravité des faits (s'agissant d'une infraction qui est de nature à affecter la transparence et l'intégrité des marchés financiers, ainsi que la confiance des investisseurs) et du caractère dissuasif que la sanction doit revêtir, et, de l'autre côté, des circonstances favorables à l'égard de X, invoquées dans le paragraphe précédent, et décide d'infliger une amende d'un montant de 50.000 EUR à X.

– Publication nominative

23. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions que la décision à intervenir fasse l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA.

Le comité de direction motive sa proposition par le constat que ladite publication ne serait pas de nature à compromettre une enquête en cours ou la stabilité du système financier ou des marchés financiers ni à créer un préjudice disproportionné à la partie eu égard aux infractions commises par elle.

24. X s'oppose à la sanction proposée par le comité de direction (une amende, ainsi qu'une publication nominative), indiquant qu'une telle sanction serait manifestement disproportionnée au regard des circonstances favorables à son égard.
25. La commission des sanctions estime qu'au regard de la situation délicate actuelle de la société (*supra*, paragraphe 1 de cette décision, *in fine*), une publication nominative causerait, dans les circonstances de marché actuelles, un préjudice disproportionné à X.

Par conséquent, la commission des sanctions décide que sa décision fera l'objet d'une publication anonyme.



II. Décision

La commission des sanctions de la FSMA,

composée de Monsieur Michel Rozie, président, de Monsieur Erwin Francis et de Monsieur Guy Keutgen, membres de la commission des sanctions,

décide après en avoir délibéré,

- 1) en application de l'article 36, § 2, alinéa 2, 3°, et de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, d'infliger à X une amende de 50.000 EUR,
- 2) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de procéder à la publication anonyme de la décision.

III. Composition de la commission des sanctions et signature

Michel ROZIE

Président de la commission
des sanctions

Erwin FRANCIS

Membre de la commission
des sanctions

Guy KEUTGEN

Membre de la commission
des sanctions