



## **Résumé non nominatif d'une décision de sanction administrative en matière de délit d'initié (04 04 2006)**

### **1. Exposé des faits**

Les actions de la société Y sont admises à la négociation sur un marché réglementé belge. Depuis plusieurs années, X est administrateur de la société Y et chargé de sa direction financière. A ce titre, il est responsable des opérations de financement, d'acquisition ou de cession d'actifs et de gestion des risques. Il est également chargé des contacts avec le marché, les autorités de marché, la presse financière et les analystes. X n'intervient pas directement dans le processus d'établissement des comptes du groupe Y, mais il est tenu au courant de chacune de ses étapes.

X acquit 1.000 actions Y à un moment où les résultats annuels de la société Y pour l'exercice précédent n'avaient pas encore été rendus publics, mais étaient déjà connus de façon précise au sein de la société, et tout particulièrement au sein de la direction financière, chargée de l'établissement des comptes de la société.

En effet, le processus d'élaboration des comptes de la société Y est tel que dès la fin du mois de janvier, les membres du comité de direction de Y connaissent les tendances de l'exercice antérieur. A l'issue du processus de consolidation, vers la mi-février, ils connaissent les résultats consolidés du groupe. Lors de l'élaboration des résultats annuels concernés, plus aucune correction majeure des résultats n'avait été effectuée après la mi-février.

Or, X avait placé un ordre d'achat initial de 1.500 actions Y trois jours avant la fin du processus de consolidation des comptes. Cet ordre fut partiellement exécuté (63 actions furent acquises) trois jours plus tard, soit le jour de la fin du processus de consolidation. X descendit ensuite sa limite de prix et réduisit le nombre d'actions à acquérir à 1.000. Trois semaines plus tard, il augmenta sa limite de prix, ce qui lui permit d'acquérir, le jour même, 937 actions de la société Y.

Cette acquisition représentait près de quatre fois le montant moyen par poste des instruments financiers détenus en portefeuille par X.

X justifia notamment cet investissement dans la société Y par sa volonté de transformer anticipativement en actions Y la partie variable de sa rémunération calculée sur base du

résultat net consolidé de la société que, selon ses dires, il était en mesure de prévoir et qu'il allait toucher quelques mois plus tard.

Lorsque X acheta les actions de la société Y, plus aucune communication à caractère financier concernant Y n'avait été publiée depuis environ 5 mois, soit depuis la publication des résultats du premier semestre de l'exercice concerné.

Le communiqué publié par la société relativement à ces résultats semestriels était resté prudent en matière de prévision pour le second semestre, estimant notamment que la bonne performance semestrielle ne se retrouverait probablement pas intégralement sur base annuelle. Néanmoins, à l'occasion de cette publication des résultats semestriels, la banque W rendit une analyse financière dans laquelle elle prédisait une bonne croissance sur l'année de la société Y, citant notamment un pourcentage de croissance des revenus par action qui s'est révélé être exact par la suite.

## **2. Déroulement de la procédure**

Lorsqu'il fut informé des opérations d'achats d'actions effectuées par X, le Comité de direction estima que ces faits constituaient des indices sérieux de l'existence d'un abus de marché, susceptibles de donner lieu à une sanction administrative en application de l'article 36, §2, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers. Dès lors, en application de l'article 70, § 1er, de la loi du 2 août 2002 susmentionnée, le Comité de direction chargea le Secrétaire général de la CBFA, en sa qualité d'Auditeur, de l'instruction à charge et à décharge du dossier.

Le dossier suivit ensuite la procédure établie par les articles 70 à 72 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

## **3. Décision du Comité de direction de la CBFA**

### **A. Eléments constitutifs du délit d'initié**

L'article 25, §1er, 1°, a) de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers énonce que : « *Il est interdit à toute personne (...) qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié (...) d'acquérir ou de céder, ou de 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 ou des instruments financiers connexes* ». L'article 25, § 3, 1°, de la même loi précise que cette interdiction s'applique aux actes qui concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé belge. L'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 énonce, par ailleurs, que constitue une information privilégiée « *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 connexes, (...)»<sup>1</sup>.*

Il n'était pas contestable que les titres de la société Y étaient admis à la négociation sur un marché réglementé belge. Il convenait donc d'établir si, lorsque X avait acquis les 1.000 actions Y, il disposait d'une information (a) non publique et précise relative à la société Y, (b) qui était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Y et (c) si X savait ou devait savoir que l'information dont il disposait avait un caractère privilégié.

***a) information non publique et précise***

Il ressortait du dossier que, dès la mi-février, suite à l'achèvement du processus de consolidation, les résultats de la société Y pour l'exercice précédent étaient déjà connus de façon précise en son sein, et tout particulièrement au sein de sa direction financière où X exerce ses fonctions. Cette information ne fut cependant publiée que plusieurs semaines plus tard, après leur approbation par le conseil d'administration de la société, de sorte que lorsque X procéda à l'acquisition des 1.000 actions Y, l'information sur les résultats annuels n'avait pas encore été rendue publique.

Pour sa défense, X releva qu'il avait introduit les ordres de bourse initiaux trois jours avant la fin du processus de consolidation des comptes de la société. Le Comité de direction estima néanmoins que, déjà auparavant (soit dès la fin du mois de janvier), X connaissait les tendances des résultats annuels de l'exercice concerné, étant donné qu'en tant que directeur financier, il avait été tenu au courant de chaque étape du processus d'établissement desdits résultats. Selon le rapport de l'auditeur, X avait en effet déclaré: «*Début janvier, pour autant que l'on ait suivi régulièrement mois par mois l'avancée des écarts par rapport au budget, on a une idée assez claire, hors éléments exceptionnels, de la figure qu'auront les comptes*». X avait également déclaré: «*La société Y a mis en place dans mon cas particulier une formule de participation au résultat net consolidé de la société. La part variable de ma rémunération, que je sais prévoir et que je touche au mois d'avril, je l'ai transformée anticipativement en actions Y*». Le Comité de direction en déduisit que X connaissait les bons résultats de Y au moment des acquisitions litigieuses.

Le Comité de direction releva également que X avait encore modifié ses ordres ultérieurement, soit après la fin de processus de consolidation des comptes.

***b) information susceptible d'influencer le cours de manière sensible***

Afin de déterminer si l'information dont disposait X lorsqu'il procéda aux acquisitions litigieuses était susceptible d'influencer de manière sensible le cours du titre Y, le Comité de direction procéda à l'analyse du communiqué publié par la société Y relativement à ses résultats pour l'exercice concerné. Ce communiqué mettait deux éléments en évidence: (i) plusieurs chiffres-clefs étaient sensiblement meilleurs que ceux relatifs à l'exercice annuel précédent et (ii) le deuxième semestre avait été meilleur que le premier, spécialement en ce qui concernait l'environnement général et en ce qui concernait une branche d'activité qui avait été particulièrement affectée par la hausse inattendue de

---

<sup>1</sup> Les dispositions légales susmentionnées sont celles qui étaient applicables au moment des faits reprochés.

certaines éléments de coût au cours du premier semestre et qui avait pu améliorer sa situation en fin d'exercice.

Or, jusqu'à la publication de ce communiqué, ces éléments étaient connus au sein de la direction de la société Y, mais ils n'étaient pas connus du public.

Il s'avérait par ailleurs que le communiqué publié par la société sur ses résultats du premier semestre était prudent en matière de prévision pour le second semestre, indiquant notamment qu'il était probable que la bonne performance du premier semestre ne se retrouverait pas intégralement sur base annuelle.

Or, entre le communiqué relatif aux résultats semestriels et le communiqué relatif aux résultats annuels, plus de 6 mois s'étaient écoulés sans qu'aucune information sur ses résultats financiers n'ait été publiée.

X estimait, quant à lui, que l'information sur les résultats annuels dont il disposait, en tant que directeur financier, dès le mois de janvier n'était pas susceptible d'influencer le cours de manière sensible, au motif qu'elle avait déjà été prévue par le marché. Il invoqua à cet égard les prévisions de la banque W, publiées à l'occasion de la diffusion des résultats du premier semestre et qui s'étaient avérées correctes.

Le Comité de direction estima néanmoins que même si de bons résultats avaient pu être prévus par des analystes, leur confirmation à l'occasion du processus d'établissement des résultats annuels, plusieurs mois plus tard, avait rendu certain ce qui n'était jusqu'alors que de l'ordre de la prévision. Or, un investisseur qui prend une décision sur base de prévisions de résultats futurs prend nécessairement un risque plus grand que si ces résultats sont avérés. En effet, la transformation d'une prévision incertaine en une information certaine, issue du processus interne d'élaboration des comptes, constitue un changement substantiel dans la nature de cette information. Un des éléments essentiels qui influencent la valeur d'un instrument financier est en effet le degré de certitude attaché aux profits qui pourront être tirés de cet instrument.

D'autre part, il ressortait des pièces déposées par X à l'appui de son mémoire de défense que les prévisions des analystes pour les exercices précédents s'étaient révélées inexactes puisque les résultats étaient tantôt inférieurs aux prévisions des analystes, tantôt meilleurs que prévu par ces mêmes analystes.

Selon le Comité de direction, toute analyse prospective des résultats futurs par un analyste demeure caractérisée par l'incertitude. Seule la publication des résultats effectifs est susceptible de lever cette incertitude.

Pour sa défense, X fit encore valoir que les informations publiées par Y à propos de ses résultats annuels n'ont pas influencé le cours de bourse de façon sensible, puisque celui-ci n'a pratiquement pas évolué dans les jours suivant la publication desdits résultats. X en déduisit que les informations ne présentaient pas de caractère sensible pour le cours de bourse. Il ajouta qu'il ressortait du dossier que la hausse du cours qui avait eu lieu après la publication des résultats annuels était due aux achats effectués par un acheteur isolé.

Le Comité de direction rejeta cet argument au motif que l'appréciation du caractère susceptible d'influencer de manière sensible le cours de bourse doit être effectuée *ex ante*, c'est-à-dire au moment où les transactions litigieuses ont été effectuées. On ne saurait, par contre, tirer aucune conclusion décisive de l'évolution du cours subséquente à

l'annonce de cette information. En d'autres termes, il importe peu que la hausse du cours et des volumes de titres échangés au cours de la période ayant suivi la publication de l'information soit due à des achats émanant du public des investisseurs ou qu'elle soit essentiellement due aux transactions opérées par un acquéreur isolé. Le fait que le cours ait augmenté ou baissé au cours de la période ayant suivi la publication de l'information est, en lui-même, irrelevant. Cette évolution peut d'ailleurs être influencée par nombre d'autres facteurs.

Le Comité de direction rappela, référence à l'appui, que la doctrine était unanime sur ce point. Il rappela par ailleurs que ceci ressortait clairement de la formulation du délit d'initié, tant en droit belge<sup>2</sup> qu'en droit européen<sup>3</sup>. La directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché le confirme dans ses considérants n° 1 et 2. Les travaux du CESR ("Committee of European Securities Regulators") vont dans le même sens (*CESR's legal advice on level 2 implementing measures for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, p. 9 à 11) ;

D'après le Comité de direction, X ne pouvait donc pas tirer argument du fait que le cours du titre Y n'avait pas immédiatement augmenté suite à la publication des résultats annuels de la société Y et que la hausse du cours ayant eu lieu ultérieurement s'avérait être due principalement à un acquéreur isolé, pour conclure que l'information n'était pas susceptible d'influencer de manière sensible le cours de bourse.

***c) X savait ou aurait dû savoir que l'information dont il disposait était privilégiée***

Le Comité de direction estima que vu la fonction de directeur financier de X et son niveau de formation, il ne pouvait ignorer le caractère privilégié de l'information qu'il détenait. Il estima que X ne pouvait pas ignorer que les résultats annuels de la société Y - dont ressortait, comme indiqué ci-dessus, une nette amélioration des principaux indicateurs - constituaient une information susceptible d'influencer le cours de manière sensible. Le Comité de direction estima que X ne pouvait pas davantage ignorer la législation en vigueur en matière de délit d'initié.

## **B. Détermination de la sanction**

L'article 36, §2, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers permet à la CBFA d'infliger à toute personne qui commet une infraction au sens de l'article 25, §1<sup>er</sup>, 1°, a) de la loi une amende administrative comprise entre 2.500 € et 2.500.000 €;

---

<sup>2</sup> Articles 2, 14° et 25, §1er, 1°, a) de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

<sup>3</sup> Article 1, 1) et 2. 1. 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).

Or, il était établi que X avait commis une telle infraction puisqu'il avait acquis des actions de la société Y alors qu'il détenait une information non publique dont il savait ou devait savoir qu'elle avait un caractère privilégié (cfr point A ci-dessus).

Pour fixer le montant de l'amende en faisant une juste application du principe de proportionnalité, le Comité de direction releva qu'en sa qualité de membre du conseil d'administration et de directeur financier de Y, X avait un accès direct aux informations privilégiées de la société Y. Il releva encore que la valeur des titres de la société Y acquis par X représentait près de quatre fois la valeur moyenne des autres postes de son portefeuille.

Le Comité de direction estima dès lors que le manquement d'initié que X avait commis sur les titres de la société Y était particulièrement répréhensible, ceci d'autant que X est le premier responsable de la communication financière et des contacts avec les analystes financiers.

Pour tenir compte de la gravité des pratiques illicites constatées, le Comité de direction condamna X au paiement d'une amende de 26.400 € soit un multiple de l'avantage patrimonial illicite.

---