



AUTORITÉ
DES
SERVICES
ET MARCHÉS
FINANCIERS

La Commission des sanctions

DÉCISION DU 31 AOÛT 2017 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION MENÉE À L'ENCONTRE DE MADAME X ET DE MONSIEUR Y

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 21 novembre 2011, modifié par l'arrêté royal du 13 juin 2014,

Vu la décision du 9 décembre 2014 du comité de direction de la FSMA, prise en application de l'article 70 § 1 de la loi du 2 août 2002, de charger l'Auditeur d'instruire le dossier relatif à d'éventuels manquements d'initiés commis à l'occasion d'une opération effectuée sur les actions de A par Monsieur Y,

Vu la décision du 19 juillet 2016 du comité de direction de la FSMA, 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 de Madame X et de Monsieur Y,

Vu la notification des griefs adressée à Madame X et à Monsieur Y par courrier recommandé avec accusé de réception daté du 22 juillet 2016,

Vu la transmission par courrier du 22 juillet 2016 adressé au président de la commission des sanctions du rapport comportant les conclusions définitives de l'Auditeur du 24 mars 2016,

Vu le rapport de l'Auditeur comportant ses conclusions définitives,

Vu la demande fondée sur l'article 13 du règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions de la FSMA formulée le 7 septembre 2016 par Maître Z pour Madame X et Monsieur Y aux fins de bénéficier d'une prolongation du délai de dépôt de leurs observations écrites respectives,

Vu la décision du Président de la commission des sanctions du 13 septembre 2016 autorisant la prolongation du délai de dépôt des observations écrites de Madame X et de Monsieur Y au 28 novembre 2016,

Vu les observations écrites respectives de Madame X et de Monsieur Y du 28 novembre 2016 et les pièces complémentaires y jointes,

Vu les observations écrites du comité de direction du 17 janvier 2017,

Vu l'audition du 9 février 2017 tenue en présence de Madame X et de Monsieur Y, assistés de leur conseil, Maître Z, de (...), représentants du comité de direction, de Monsieur Michaël André, Auditeur, et de Madame (...), rapporteur,

Vu la demande formulée le 16 février 2017 par Maître Z pour Madame X et Monsieur Y de pouvoir déposer des mémoires complémentaires suite à l'audition,

Vu les mémoires complémentaires prenant la forme de mémoires de synthèse de Madame X et de Monsieur Y du 1^{er} mars 2017,

I. Motivation de la décision

I.1. Exposé des faits pertinents

1. Madame X et Monsieur Y (les « parties ») sont mariés et vivent ensemble.
2. Les faits litigieux se déroulent au mois de juin (20XX). A cette époque, Monsieur Y est sans emploi. Madame X occupe alors la fonction de (...) *manager* auprès de la société A, fonction qu'elle occupe depuis le début de l'année (...).
3. La société A (devenue entre-temps B) est une société anonyme de droit belge spécialisée dans (...). (...).
Au moment des faits, A est cotée sur NYSE Euronext Brussels et sur NYSE Euronext Paris en continu (...).
4. Entre le (...) avril (20XX) et le (...) juin (20XX), la presse économique se fait à plusieurs reprises l'écho de l'évolution positive de A et de ses projets en cours.
5. A la mi-juin (20XX), A finalise des négociations visant à la création d'une joint-venture avec la société (...) C (...). Afin de permettre l'entrée de C dans le capital de A, une augmentation de capital (...) est prévue.
6. En tant que (...) *manager*, Madame X est responsable de la rédaction des communiqués de presse relatifs à la joint-venture entre A et C et à l'augmentation de capital de A.
Madame X figure sur la liste des initiés internes à A dressée par A dans le cadre des négociations avec C. Cette liste précise que l'information a été communiquée à Madame X pour la première fois le (...) mars (20XX).
Les premiers projets de communiqués de presse relatifs à la création d'une joint-venture avec la société C et à l'augmentation de capital de A sont établis par Monsieur W, CFO de A, et communiqués, notamment, à Madame X le (...) juin (20XX).
7. Durant le weekend des (...) et (...) juin (20XX), Madame X travaille du domicile conjugal à la rédaction des communiqués de presse finaux. Elle communique au sujet des communiqués de presse par email, par sms et par téléphone avec différentes personnes de chez A.
8. Le lundi (...) juin (20XX), à 9h27, Monsieur Y transfère de son compte-épargne chez (B1) un montant de 10.500 EUR sur le compte-titres dont il est également titulaire auprès de (B1).
A 9h36, Monsieur Y contacte (B1) pour faire part de problèmes techniques dans la passation d'un ordre. Un quart d'heure plus tard, Monsieur Y introduit un ordre d'achat de 225 actions A au prix du marché. L'ordre est passé pour exécution à 9h51.
9. Ce même lundi (...) juin (20XX), A demande la suspension du cours de ses actions à la FSMA.
L'heure précise à laquelle la demande de suspension de la négociation des actions de A est formulée ne ressort pas du dossier.
Le cours est suspendu à (...) par Euronext, à la demande de la FSMA dans l'attente de la publication des communiqués de presse.
10. (B1) a déclaré l'opération réalisée par Monsieur Y à la FSMA en faisant usage du formulaire de déclaration d'opérations suspectes. (B1) indique dans l'espace réservé aux raisons l'ayant amené à soupçonner que l'opération pourrait constituer un abus de marché : « *cotation suspendue à (...) – communiqué de presse (...); client complètement inactif et fait un virement de son compte d'épargne à 9 :27 :37 et place un ordre au prix du marché.on ne trouve a priori pas de lien entre le client et la société* ».
11. Le (...) avril (20XX), Monsieur Y a revendu les 225 actions A acquises le (...) juin (20XX). Monsieur Y a réalisé un gain de 1.716,32 EUR (1.822,50 EUR hors frais).

I.2. Les griefs

12. Au terme de son enquête, l'Auditeur a conclu que les faits tels qu'examinés dans son rapport constituent,
- dans le chef de Monsieur Y, une infraction à l'article 25 § 1, 1° (a) de la loi du 2 août 2002 tel qu'en vigueur au moment des faits, c'est-à-dire une infraction à l'interdiction faite 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 ou pour le compte d'autrui, directement ou indirectement, les instruments financiers sur lesquels porte l'information ;
 - dans le chef de Madame X, une infraction à l'article 25 § 1, 1° (b) de la loi du 2 août 2002 tel qu'en vigueur au moment des faits, c'est-à-dire une infraction à l'interdiction faite à toute personne qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié de 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 fonctions.
13. Le comité de direction a décidé de retenir les conclusions de l'Auditeur quant à la qualification des faits en tant que griefs à l'encontre de Madame X et de Monsieur Y.
14. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions d'infliger à chacune des personnes poursuivies une amende d'un montant de 12.500 EUR.

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

I.3. Appréciation des griefs

I.3.i. *L'information privilégiée*

15. L'appréciation des griefs requiert au préalable la démonstration du fait que l'information prétendument communiquée ou utilisée par les parties revêt un caractère privilégié.

16. Au moment des faits, l'information privilégiée était définie comme suit par l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 :

« 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.

(...)

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.

L'information visée aux alinéas 1er, 2 et 3 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. »

17. L'Auditeur définit l'information privilégiée présumée au paragraphe 33 de son rapport comme portant sur la création d'une joint-venture (...) ainsi que sur une augmentation de capital de A souscrite par un investisseur (...).

18. Le caractère privilégié de l'information a fait l'objet d'une contestation écrite par les parties dans leurs observations complémentaires.

En particulier, Madame X et Monsieur Y contestent le caractère précis de l'information et le fait que l'information était susceptible d'influencer le cours des actions A.

Madame X et Monsieur Y ne contestent par contre pas le fait que l'information n'était pas publique ni le fait qu'elle concernait un émetteur d'instrument financier. Ces éléments sont considérés établis.

Quant au caractère précis de l'information

19. L'alinéa 5 de l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 précise qu'une information est réputé précise *« 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 »*.

Le caractère précis d'une information privilégiée dépend à la fois de la matérialité de l'événement sur lequel porte cette information et de la spécificité de l'effet de l'information sur le cours de l'instrument financier concerné.

Les parties contestent à la fois la matérialité et la spécificité de l'information.

20. Quant à la matérialité de l'information, les parties considèrent que la création de la joint-venture et l'augmentation de capital étaient une « *information vague* » et une « *éventualité dont la réalisation est incertaine* ». Les motifs exacts pour lesquels les parties qualifient de la sorte l'information n'apparaissent pas clairement de leurs observations respectives.

En cette première branche relative à la matérialité de l'information, le moyen des parties n'est pas fondé.

Tout d'abord, les parties semblent confondre la matérialité des événements avec la publicité qui en est faite par le moyen de communiqués de presse.

S'il ne peut être contesté que les communiqués de presse n'ont été publiés que suite à la suspension du cours de l'action A le (...) juin (20XX), l'opération décrite dans ces communiqués a fait l'objet de négociations et d'accords entre A et C avant cette date.

Tant l'Auditeur que les parties relatent à cet égard dans leur rapport et observations les différentes étapes ayant mené à la création de la joint-venture et à l'augmentation de capital de A, étapes qui ont débouché sur la conclusion de projets de communiqués de presse dès le (...) juin (20XX). Par ailleurs, le (...) juin (20XX), la FSMA a été informée de la conclusion imminente d'un accord avec la société (...) C et du fait que A prendrait incessamment contact avec la FSMA afin de solliciter la suspension de son cours dans l'attente de la publication de communiqués de presse

Le fait que les communiqués de presse n'ont été publiés que le (...) juin (20XX) est sans influence sur la détermination du moment auquel l'information qu'ils portent est devenue matérielle au sens de la réglementation des abus de marchés.

Ensuite, si la joint-venture et l'augmentation de capital n'étaient en effet pas encore réalisés au moment de l'opération litigieuse de Monsieur Y, la joint-venture et l'augmentation de capital n'avaient rien d'une information vague relative à un événement de réalisation incertaine.

Il ressort de la chronologie des faits telle qu'exposée tant par l'Auditeur que par les parties que A et C ont intensément négociés tout au long des mois de mars à mai (20XX) (rencontres de représentants de A et C, conclusion d'un protocole d'accord préliminaire non liant, communication le (...) mars (20XX) aux initiés internes de A au sujet de la transaction et de l'augmentation de capital envisagées, négociation de périodes d'exclusivité).

A dater du (...) avril (20XX), A a fait usage de la possibilité prévue à l'article 10 § 1, al. 3 de la loi du 2 août 2002 de différer, sous sa responsabilité, la publication d'une information privilégiée.

Dès le (...) juin (20XX), des projets de communiqués de presse annonçant la joint-venture et l'augmentation de capital sont préparés par le CFO de A et communiqués à différents initiés internes à A. Dans les jours suivants cette communication interne, une version anglaise des communiqués a été transmise aux cabinets d'avocats de A et de C, à l'agence de communication de A ainsi qu'à des bureaux de traduction avec instruction pour ces différents acteurs de respecter la confidentialité absolue quant aux communiqués et à l'information qu'ils comportaient.

Comme indiqué ci-avant, le (...) juin (20XX), soit la veille du weekend durant lequel Madame X a travaillé sur les communiqués de presse, la FSMA a été informée de la conclusion imminente d'un accord avec la société (...) C et du fait que A prendrait incessamment contact avec la FSMA afin de solliciter la suspension de son cours dans l'attente de la publication de communiqués de presse.

De l'avis de la commission des sanctions, on peut déduire de cet ensemble de circonstances que les événements visés par l'information privilégiée présumée, soit la création d'une joint-venture (...) en vue d'obtenir la commercialisation (...), et l'augmentation de capital de A souscrite par un investisseur (...) allaient se produire.

La matérialité de l'information, premier composant du caractère précis d'une information privilégiée, est donc établie.

21. Quant à la spécificité de l'information, seconde composante du caractère précis d'une information privilégiée, l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 qui définit l'information privilégiée précise que l'information doit être « *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* ».

Les parties considèrent que l'information n'était pas suffisamment spécifique pour en déduire une conclusion quant à l'effet sur le cours de l'action de A. Les parties indiquent en outre qu'un investisseur quelconque muni de l'information n'aurait pas pu mesurer l'effet à la hausse ou à la baisse sur le cours des actions A.

En cette seconde branche relative à la spécificité de l'information, le moyen des parties n'est pas fondé.

De l'avis de la commission des sanctions, l'information était suffisamment précise que pour qu'un investisseur raisonnable en tire une conclusion quant à l'effet possible sur le cours des actions A. La conclusion d'accord de joint-venture, en particulier en vue de donner accès au marché (...), et l'augmentation de capital ne sont pas des événements anodins pour une société (...). De telles opérations révèlent un certain développement de la société concernée. Une telle information est de nature à être exploitée immédiatement sur les marchés. Un investisseur raisonnable pouvait déduire des événements sur lesquels porte l'information privilégiée que ceux-ci auraient un effet sur le cours des actions A.

Quant à l'affirmation des parties selon laquelle le sens de l'impact de l'information sur le cours était impossible à déterminer avec pour conséquence que l'information ne serait pas assez spécifique, elle ne correspond pas à l'évolution de la jurisprudence de la CJUE.

Dans son arrêt *Lafonta* du 11 mars 2015, la CJUE a en effet jugé que « *une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement (...) **quand bien même cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés*** » (§ 34).

Si la Cour de justice n'exige pas que le sens déterminé de l'information sur le cours des instruments financiers doit pouvoir être déterminé pour conclure à la sensibilité de l'information, il faut tirer la même conclusion en ce qui concerne le caractère spécifique de l'information privilégiée, au risque de priver d'effets la jurisprudence de la CJUE.

La spécificité de l'information, second composant du caractère précis d'une information privilégiée, est donc établie.

Quant à la sensibilité du cours à l'information

22. Le 4^e alinéa de l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002 précise qu'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* ».

La condition de sensibilité vise à disqualifier en tant qu'information privilégiée les informations « *même à caractère précis qui aurait un impact insignifiant sur [l]es cours et qui, par conséquent n'affecteraient pas l'intégrité des marchés* »¹.

Les parties soutiennent que l'impact anticipé de l'information était « *éminemment vague et incomplet* ». Les parties déduisent l'absence de caractère sensible de l'information du fait que celle-ci ne mentionne pas le nom du partenaire (...) dans la joint-venture, ne fait pas état des modalités précises de celle-ci, ne précise par le montant de l'augmentation de capital ni un quelconque effet dilutif sur les actionnaires existants.

¹ Voyez les conclusions de l'avocat général Wathelet avant l'arrêt *Lafonta*, § 47.

En cette branche relative à la sensibilité de l'information, le moyen des parties n'est pas non plus fondé.

Comme précédemment indiqué, la conclusion d'accord de joint-venture, en particulier en vue de donner accès au marché (...), et l'augmentation de capital ne sont pas des événements anodins pour une société (...). Une telle information est de nature à être exploitée immédiatement sur les marchés et est susceptible d'un impact important sur les investisseurs raisonnables, quand bien même ceux-ci ne seraient-ils pas au courant de l'ensemble des éléments des opérations envisagées.

Contrairement à ce que les parties soutiennent, les opérations sur lesquelles porte l'information privilégiée fait partie de celles qu'un investisseur raisonnable est susceptible d'utiliser lorsqu'il prend ses décisions d'investissement.

23. Il ressort de ce qui précède que l'information identifiée par l'Auditeur au paragraphe 33 de son rapport revêt le caractère d'information privilégiée.

1.3.ii. Appréciation des griefs notifiés à Madame X et Monsieur Y

24. Au moment des faits, l'article 25 § 1, 1^o de la loi du 2 août 2002 se lisait comme suit :

« Il est interdit à toute personne qui dispose d'une information dont elle sait où devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié :

- a) d'acquérir ou de céder, 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 ;*
- b) de 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 fonctions ;*

(...) »

L'article 25 § 1 a été abrogé et remplacé par la loi du 27 juin 2016 modifiant, en vue de transposer la directive 2013/50/UE et de mettre en œuvre le règlement 596/2014, notamment la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

Désormais, les infractions d'abus de marché sont à trouver dans le règlement 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, spécialement ses articles 8 et 14 qui se lisent comme suit :

«Article 8

Opérations d'initiés

1. Aux fins du présent règlement, une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte. L'utilisation d'une information privilégiée pour annuler ou pour modifier un ordre concernant un instrument financier auquel cette information se rapporte, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée, est également réputée être une opération d'initié. Pour les mises aux enchères de quotas d'émission ou d'autres produits mis aux enchères basés sur ces derniers, organisées en vertu du règlement (UE) n° 1031/2010, l'utilisation d'informations privilégiées comprend également la soumission, la modification ou le retrait d'une offre par une personne pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers.

2. Aux fins du présent règlement, le fait de recommander à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, ou le fait d'inciter une autre personne à effectuer une opération d'initié, survient lorsque la personne qui dispose d'une information privilégiée:

- a) recommande, sur la base de cette information, qu'une autre personne acquière ou cède des instruments financiers auxquels cette information se rapporte, ou incite cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession; ou
- b) recommande, sur la base de cette information, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre relatif à un instrument financier auquel cette information se rapporte, ou incite cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification.

3. L'utilisation des recommandations ou des incitations visées au paragraphe 2 constitue une opération d'initié au sens du présent article lorsque la personne qui utilise la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées.

4. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne:

- a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission;
- b) détient une participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission;
- c) a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions; ou
- d) participe à des activités criminelles.

Le présent article s'applique également à toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

5. Lorsque la personne est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée.

Article 14

Interdiction des opérations d'initiés et de la divulgation illicite d'informations privilégiées

Une personne ne doit pas:

- a) effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés;
- b) recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés; ou
- c) divulguer illicitement des informations privilégiées ».

En substance, les infractions d'abus de marché dont il est fait grief aux parties n'ont pas évolué. Il sera dans la suite de la présente décision fait référence à l'article 25 § 1, 1° a) et b) de la loi du 2 août 2002.

Comme rappelé aux paragraphes 12 et 13, il est fait grief à Madame X d'avoir violé l'article 25 § 1, 1°, b) de la loi du 2 août 2002 en ayant communiqué à Monsieur Y une information qu'elle savait privilégiée en dehors du cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions. Il est par ailleurs fait grief à Monsieur Y d'avoir utilisé cette information privilégiée afin d'acquérir des actions de la société A sur laquelle portait cette information.

Modalité probatoire

25. Le dossier ne révèle aucune preuve directe de la communication de l'information privilégiée par Madame X à Monsieur Y.

26. En l'absence de preuve directe, la FSMA entend démontrer les griefs grâce à la méthode dite du faisceau d'indices.

27. La commission des sanctions rappelle que la méthode du faisceau d'indices précis et concordants a été développée par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés française (AMF), importée en Belgique et confirmée par la Cour d'appel de Bruxelles dans son arrêt du 24 décembre 2015².

Dans cet arrêt, la Cour d'appel de Bruxelles a décidé que

*« lorsqu'un délit d'initié résulte de la divulgation d'une information privilégiée par un initié à un tiers et que cette divulgation ne résulte pas d'une preuve directe mais peut seulement être présumée, comme c'est très généralement le cas, il doit nécessairement être admis que l'autorité de marché en rapporte la preuve par un faisceau d'indices précis et concordants à la condition qu'il soit établi que **seule** la détention de l'information est susceptible d'expliquer les opérations critiquées »*

et a précisé que

*« cette modalité probatoire doit être correctement appliquée. Il faut dès lors **qu'une certitude – non pas absolue mais raisonnable** – permette de considérer – compte tenu du bénéfice du doute dont le requérant doit bénéficier – que **seule la détention** de l'information privilégiée explique **les opérations litigieuses**. C'est pourquoi (...) les conditions dans lesquelles les achats ont été réalisés et les motifs invoqués par le requérant pour les expliquer doivent retenir l'attention, non pas pour faire peser sur le requérant la charge de la preuve et l'obliger à prouver son innocence, mais pour apprécier si la FSMA prouve que les opérations litigieuses ont pour seule explication la divulgation alléguée.*

[...] les éléments constitutifs de l'infraction [NDLR : de divulgation de l'information privilégiée] n'exigent pas que soit prouvée la manière dont le requérant est entré en possession de l'information, mais, uniquement,

² Cet arrêt est disponible sur le site internet de la FSMA : https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/sanc/fr/2015-12-24_arretdelacour.pdf

qu'il soit démontré qu'ayant eu la possibilité d'y avoir accès, seule la connaissance de cette information par le requérant explique les achats litigieux » (Cour d'appel de Bruxelles, p. 17-18, souligné dans le texte).

Quant à l'infraction de communication d'une information privilégiée, la méthode du faisceau d'indices permet de rapporter la preuve de la communication sans devoir démontrer la manière exacte dont l'initié secondaire est entré en possession de l'information.

Afin de rapporter la preuve de la communication, il faut qu'il résulte d'indices précis et concordants que l'opération litigieuse ne s'explique que par la transmission de l'information privilégiée.

28. Les parties critiquent la méthode du faisceau d'indices utilisée par la FSMA.

Tout d'abord, les parties critiquent la chronologie du raisonnement sur lequel se fonde cette méthode en ce qu'il reposerait sur une erreur de logique. Les parties soutiennent que la FSMA aurait dû établir que Madame X disposait de l'information privilégiée puis démontrer qu'elle l'a communiqué à Monsieur Y avant d'établir que c'est muni de l'information privilégiée que Monsieur Y a réalisé l'opération litigieuse.

Ce premier moyen développé par les parties ne repose sur aucune base légale ou autre fondement. Rien ne contraint la FSMA à démontrer d'abord la communication de l'information privilégiée avant d'en établir son utilisation.

Les parties invoquent ensuite l'article 1153 du Code civil, spécialement l'adage déduit de cet article selon lequel « présomption sur présomption ne vaut ». Les parties semblent considérer que l'absence de preuve directe de la communication de l'information privilégiée par Madame X à Monsieur Y a pour conséquence que l'ensemble du dossier de l'Auditeur et du comité de direction repose sur des présomptions successives.

Ce second moyen repose sur une mauvaise compréhension de la méthode du faisceau d'indices. Conformément à l'article 1349 du Code civil, la méthode du faisceau d'indices vise à permettre à la commission des sanctions de tirer de faits connus des faits inconnus. Comme rappelé ci-dessus, la méthode du faisceau d'indices implique de déduire d'un ensemble d'indices factuels, précis et concordants que la seule explication à l'opération litigieuse est la communication par l'initié primaire à l'initié secondaire de l'information privilégiée qu'il détient. Il n'est donc pas question de présomption sur présomption.

Le second moyen des parties est par conséquent écarté.

Les parties soutiennent encore un 3^e moyen relatif à l'absence de démonstration de la communication de l'information privilégiée par Madame X à Monsieur Y. Nonobstant le faisceau d'indices rassemblés par l'Auditeur, les parties considèrent que la charge de la preuve du fait de la communication n'est pas remplie.

De même, ce troisième moyen repose sur une mauvaise compréhension de la méthode du faisceau d'indices. Comme indiqué, cette méthode ne prétend pas à la démonstration des conditions dans lesquelles la communication de l'information privilégiée est intervenue.

Le troisième moyen des parties est de même écarté.

29. La commission des sanctions examine ci-après si la méthode du faisceau d'indices permet de démontrer les griefs allégués dans le chef de Madame X et de Monsieur Y.

Quant aux griefs de communication et d'utilisation de l'information privilégiée

30. Avant de mettre en œuvre la méthode du faisceau d'indices précis et concordants, il faut constater qu'il ressort à suffisance du dossier établi par l'Auditeur que Madame X a accédé à l'information privilégiée décrite au paragraphe 33 du rapport de l'Auditeur par le biais de son travail. Les communiqués de presse comprennent en effet *in extenso* l'information privilégiée.

Madame X détenait cette information probablement à dater du (...) mars (20XX) – date à laquelle elle a été mise au courant des opérations à venir d’après la liste d’initiés établie par A – et certainement à dater du (...) juin (20XX), date de circulation des premiers communiqués de presse établis par le CFO de A.

Madame X a communiqué les projets de communiqués de presse au bureau de traduction de A (...) le (...) juin (20XX) en insistant sur le caractère confidentiel de ceux-ci.

Madame X détenait donc certainement l’information privilégiée durant le weekend du (...) juin (20XX) ayant précédé l’opération litigieuse réalisée le (...) juin (20XX) par son époux, Monsieur Y, et connaissait ou ne pouvait ignorer son caractère privilégié.

31. La FSMA a rassemblé un faisceau d’indices visant à démontrer que Monsieur Y détenait l’information privilégiée lorsqu’il a placé son ordre d’achat de 225 actions A dans la matinée du (...) juin (20XX).

32. Les indices recueillis sont en substance décrits ci-après.

33. La FSMA rapporte tout d’abord que Monsieur Y avait la **possibilité d’avoir accès à l’information** par l’entremise de son épouse.

Il est bien établi que les parties sont mariées et vivent ensemble. Il est également établi que Madame X a travaillé au domicile conjugal durant le weekend des (...) juin (20XX) et a, au cours du weekend, eu des conversations téléphoniques avec différentes personnes de A.

Si l’existence de relations personnelles ne permet pas, à elle seule, d’établir la transmission et la détention d’une information privilégiée par un initié secondaire, il faut néanmoins constater qu’il est possible, compte tenu de la proximité des parties, que Monsieur Y ait eu accès à l’information privilégiée. Il n’est à cet égard pas nécessaire d’examiner l’agenda exact des activités des parties lors du weekend des (...) juin (20XX) ou les plans de l’habitation commune, comme les parties ont particulièrement invité la commission des sanctions à le faire.

Au cours de son audition, Madame X ne le nie d’ailleurs pas dès lors qu’elle affirme que son époux a pu avoir accès aux informations faisant l’objet des communiqués de presse.

Les parties contestent toutefois que Madame X ait communiqué l’information privilégiée à Monsieur Y et soulignent l’absence de preuve directe d’une telle divulgation.

La commission des sanctions constate que si Monsieur Y avait certainement la possibilité d’avoir accès à l’information privilégiée, les pièces figurant au dossier permettent de douter de la communication de cette information par Madame X.

Au cours de son audition, Madame X a déclaré, ayant incidemment appris au cours d’un dîner d’amis que son mari avait détenu des actions A, « *je lui ai indiqué que si j’avais su qu’il avait des actions je lui aurais dit de ne pas les vendre, le cours continuant à monter. Tous les analystes disent que le cours va monter* ». Si cette déclaration dénote une méconnaissance évidente de la législation en matière d’abus de marché dans le chef de Madame X, elle permet également de douter de la communication de l’information privilégiée avant l’opération litigieuse. Il en va d’autant plus ainsi que cette déclaration de Madame X concorde sur ce point avec les déclarations de Monsieur Y.

34. La FSMA fait ensuite état du **timing** de l’opération litigieuse.

Il est bien établi que Monsieur Y a transféré à 9h27 le matin du (...) juin (20XX) une somme de 10.500 EUR de son compte-épargne à son compte-titres chez (B1) et ce dans le but de passer un ordre d’achat sur les actions A. Constatant un problème technique, Monsieur Y prend contact par téléphone avec (B1) qui lui indique que le problème est connu et traité par leurs services. A 9h51, l’ordre de Monsieur Y est passé et il acquiert donc 225 actions A pour un montant de 9.227,14 EUR. A (...), le cours de l’action A est suspendu dans l’attente d’une publication de communiqués de presse.

La FSMA déduit de cette séquence un indice de ce que Monsieur Y détenait l'information privilégiée lorsqu'il a placé son ordre. La FSMA souligne ainsi que « *l'introduction de son ordre est (...) l'une des premières choses que fait M. (Y) le lundi matin, à l'issue du weekend* ». La FSMA indique également que lors de son appel à (B1), Monsieur Y « *fait (...) preuve d'insistance quant à l'introduction de son ordre, en contactant rapidement (moins de 10 minutes après son transfert de fonds) (B1)* ».

Monsieur Y conteste l'insistance dont il aurait fait preuve. Il explique qu'étant en train de passer son ordre et ayant constaté un problème technique, il a téléphoné au service ad hoc de (B1). Monsieur Y indique, et est sur ce point suivi par la FSMA, qu'il n'a fait état d'aucune urgence particulière lors de son appel.

De l'avis de la commission des sanctions, si le timing de l'opération peut en effet éveiller des doutes, il faut néanmoins constater qu'il ne ressort pas du transcrite de l'enregistrement de la conversation entre Monsieur Y et (B1) un empressement particulier. Tout au plus ce transcrite trahit-il une certaine irritation qui trouve une explication raisonnable dans la déclaration de Monsieur Y qui indique avoir dû à plusieurs reprises déjà contacter le helpdesk de (B1).

35. La FSMA déduit un autre indice du **profil d'investisseur** de Monsieur Y. Compte tenu de ce profil, la FSMA considère que l'opération litigieuse était à la fois remarquable et atypique.

La FSMA soutient que l'opération était remarquable et atypique car, en substance, Monsieur Y investit rarement seul, a la majorité de ses avoirs chez (B2) où il bénéficie des conseils d'un *private banker* et où une partie de son patrimoine est en gestion discrétionnaire, investit habituellement dans des fonds ou obligations et était un client inactif chez (B1) au moment de l'opération. Compte tenu de ces différents éléments, la FSMA considère que le fait pour Monsieur Y d'investir seul et d'initiative dans 225 actions A via son compte-titres (B1) est atypique et remarquable. La FSMA en déduit un indice que l'opération litigieuse a été réalisée par Monsieur Y en possession de l'information privilégiée.

Pour sa part, Monsieur Y fait état du fait qu'il n'était pas un novice en matière financière, qu'il lisait régulièrement la presse financière, que s'il avait peu investi seul il avait néanmoins déjà acquis des actions de sa propre initiative par le passé, notamment des actions de sociétés actives dans (...) telles (D et E), que s'il est passé par (B1) afin de placer son ordre c'est en raison des frais et commissions plus intéressants proposés par cette banque (...) et que son banquier habituel, (B2), ne suivait pas l'action A.

Pour déceler une anomalie par rapport à un profil d'investisseur, il faut comparer des éléments comparables.

A cet égard, l'investissement en actions A ne détonne pas particulièrement eu égard au profil d'investisseur de Monsieur Y.

Il est bien admis que la majorité du portefeuille de Monsieur Y est en comptes chez (B2). Une partie de ce portefeuille est en gestion discrétionnaire. La manière dont cette partie du portefeuille de Monsieur Y est investie est sans pertinence pour déterminer le profil d'investisseur de Monsieur Y dès lors que le propre de la gestion discrétionnaire tient précisément à déléguer à un tiers les décisions d'investissement. Quant à l'autre partie du portefeuille de Monsieur Y se trouvant chez (B2), soit 80 % de son portefeuille, il est établi que c'est Monsieur Y qui en décidait de l'investissement, en concertation avec son *private banker*. Cela ressort clairement des déclarations de ce dernier dans son courrier du (...) septembre (20XX) : « *En l'absence d'un contrat discrétionnaire, c'est bien évidemment le client qui décide, même s'il compte sur nos conseils et suggestions* ». Le *private banker* de Monsieur Y indique encore que ce dernier ne l'a pas instruit d'acquérir des valeurs individuelles depuis qu'il est en charge de son dossier. Le portefeuille de Monsieur Y compte néanmoins un certain nombre d'actions sur différents comptes-titres. De ces éléments, il faut déduire qu'en l'absence de gestion discrétionnaire, les actions se trouvant dans le portefeuille de Monsieur Y chez (B2) ont été acquises par lui, quand bien même n'aurait-il pas physiquement passé l'ordre d'acquisition, élément au sujet duquel le dossier ne révèle pas d'information.

L'investissement du portefeuille de Monsieur Y en actions révèle que les montants investis dans ce type d'instrument sont faibles par rapport à l'amplitude de son patrimoine. A titre de comparaison, il est ainsi établi

qu'au 31 décembre (20XX), Monsieur Y était investi pour une somme de 11.263,05 EUR en actions D et pour une somme de 3.952,22 EUR en actions E. Dans ce contexte, l'acquisition pour un montant de 9.927,14 EUR d'actions A n'apparaît pas remarquable ou atypique.

L'acquisition litigieuse n'est pas non plus remarquable ou atypique eu égard à l'importance du portefeuille de Monsieur Y. Il est établi à suffisance que l'acquisition litigieuse, pour un montant de 9.927,14 EUR, représentait une part négligeable du portefeuille de Monsieur Y, lequel excède le million d'euros.

L'explication donnée par Monsieur Y quant aux motifs pour lesquels il a utilisé son compte (B1) n'apparaît pas non plus dénuée de sens. D'une part, son *private banker* habituel lui avait indiqué que (B2) ne suivait pas l'action A en sorte que Monsieur Y n'était en rien incité à passer son ordre via l'intermédiaire de (B2). D'autre part, il ressort du dossier que Monsieur Y s'était déjà plaint des commissions de (B2) et que c'est pour ce motif qu'il avait ouvert des comptes chez (B1). La combinaison de ces éléments peut expliquer que Monsieur Y ait passé son ordre par son compte (B1), afin de limiter les frais liés à la passation de cet ordre et compte tenu de l'absence de valeur ajoutée de son *private banker* ordinaire quant à cette acquisition.

Enfin, l'acquisition litigieuse n'apparaît pas particulièrement remarquable eu égard aux opérations de Monsieur Y à partir de ses comptes chez (B1). En réponse à une demande d'information de la part de l'Auditeur, (B1) indique ainsi dans un courriel du (...) mars (20XX) que si Monsieur Y n'a « *placé que 4 trades depuis son ouverture de compte* », c'est-à-dire depuis janvier (19XX), il a investi dans des actions et produit structuré.

L'acquisition litigieuse n'apparaît pas anormale ou atypique au point de constituer un indice que Monsieur Y a acheté les actions A en possession de l'information privilégiée.

36. La FSMA soutient enfin que les **justifications** avancées par Monsieur Y pour justifier l'opération litigieuse ne sont **pas sérieuses**.

La FSMA considère que les justifications avancées par Monsieur Y n'expliquent pas clairement pourquoi il a investi dans des actions A dans la matinée du (...) juin (20XX). La FSMA relativise également la portée des annonces parues dans la presse dont Monsieur Y se fait l'écho dans ses observations. La FSMA en déduit un indice supplémentaire de que l'opération litigieuse a été passée alors que Monsieur Y détenait l'information privilégiée.

Monsieur Y affirme en effet qu'une des explications à l'acquisition qu'il a effectuée tient à son intérêt pour les sociétés actives dans (...), et spécialement pour A pour laquelle son épouse travaillait. Monsieur Y rappelle qu'il n'était pas un novice en matière financière et qu'il lisait régulièrement la presse financière. Monsieur Y fait ainsi état d'une dizaine d'articles de presse relatifs à A parus entre le (...) avril et le (...) juin (20XX). (...). Monsieur Y note encore que le cours A avait déjà augmenté de 25 % entre le (...) juin et le (...) juin (20XX), avant la suspension du cours. Ces éléments, les publications dans la presse et l'augmentation du cours, avaient déjà été soulignés par Monsieur Y lors de son audition du (...) juin (20XX) par la FSMA.

A l'examen, les justifications avancées par Monsieur Y n'apparaissent pas dépourvues de sérieux.

Il n'est tout d'abord pas contesté que Monsieur Y n'était pas un novice en matière d'investissements et que celui-ci, disposant du temps nécessaire à cet exercice en raison de son non-emploi, se tenait régulièrement au courant de l'évolution des marchés. Il apparaît à cet égard logique que Monsieur Y ait eu son attention particulièrement attirée par les articles relatifs à la société qui employait son épouse.

Monsieur Y n'était pas un novice mais ne peut pas non plus être qualifié de boursicoteur professionnel dont le comportement repose sur des choix rationnels. Si pour un professionnel, et à suivre l'Auditeur, la portée des annonces publiées dans la presse était relative, rien n'indique qu'il en aille de même pour un non professionnel dont l'attention peut également être retenue, comme cela a semblé être le cas, par le rythme et la quantité d'annonces relatives à une société dont la connaissance est due à la situation personnelle de l'investisseur. L'augmentation qu'a connu le cours de A depuis le début du mois de juin jusqu'à la suspension du cours, soit 25

% en une dizaine de jours, semble en outre confirmer que la portée des annonces était moins relative que ne l'affirme l'Auditeur.

Il est en outre établi que Monsieur Y a constaté que son épouse a travaillé une large partie du weekend des (...) juin (20XX). Ayant suivi l'évolution de la société A et constatant après une période d'augmentation régulière du cours des actions que son épouse devait travailler tout le weekend alors que pendant cette même période nombre d'activités se présentait à la famille (...), il n'est pas à écarter que Monsieur Y ait déduit des informations publiques dont il disposait qu'une opération d'importance se tramait sans que Madame X ne lui communique l'information privilégiée présumée dont il faut souligner qu'elle comprend nombre d'éléments dont la communication n'apparaît pas aisée. A cet égard, le timing de l'opération litigieuse souligné par l'Auditeur semble également trouver une autre explication que la détention de l'information privilégiée.

L'absence de justifications alléguée par la FSMA ne constitue par conséquent pas un indice participant à la démonstration que l'opération litigieuse a été passée en raison du fait que Monsieur Y détenait l'information privilégiée.

37. Dans le respect de la présomption d'innocence à laquelle la commission des sanctions est astreinte conformément à l'article 6 de la Convention européenne des Droits de l'Homme, la commission des sanctions constate que le rapprochement des indices – dont la portée a été relativisée ci-avant – rassemblés par la FSMA ne suffit pas à établir que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer l'opération litigieuse du (...) juin (...).

38. Sans qu'il soit besoin d'examiner les autres moyens soulevés par les parties, la commission des sanctions considère qu'elle n'a pas acquis la certitude raisonnable que seule la détention de l'information privilégiée explique l'acquisition par Monsieur Y de 225 actions de la société A avant la suspension du cours de ces dernières le (...) juin (...).



II. Décision

La commission des sanctions de la FSMA,

composée de Monsieur Michel Rozie, président, de Monsieur Pierre Nicaise et de Monsieur Jean-Philippe Lebeau, membres de la commission des sanctions,

décide après en avoir délibéré,

- 1) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de ne pas prononcer de sanction administrative à l'égard de Madame X,
- 2) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de ne pas prononcer de sanction administrative à l'égard de Monsieur Y,
- 3) en application de l'article 72, § 3, de procéder à la publication non nominative de la décision.

III. Composition de la commission des sanctions et signature

Michel ROZIE

Président de la commission des
sanctions

Pierre NICAISE

Membre de la commission des
sanctions

Jean-Philippe LEBEAU

Membre de la commission des
sanctions