

**DÉCISION DU 31 JUILLET 2018 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION RELATIVE À
D'ÉVENTUELS MANQUEMENTS D'INITIÉS COMMIS PAR MONSIEUR X ET PAR MONSIEUR Y À
L'OCCASION D'ORDRES ET OPÉRATIONS D'ACHAT EN ACTIONS A**

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 21 octobre 2014 du comité de direction de la FSMA, prise en application de l'article 70, § 1 de la loi du 2 août 2002, d'ouvrir une instruction portant sur des faits susceptibles de constituer des délits d'initiés et de donner lieu à l'imposition d'une amende administrative dans le chef de Monsieur X et de Monsieur Y,

Vu que, ayant reçu les constatations provisoires de l'auditeur par courriers du 30 juin 2017 et ayant fait valoir leurs observations par la voix de leur avocat le 28 juillet 2017, Monsieur X et Monsieur Y ont confirmé les 13 et 25 septembre 2017 par l'entremise de leur conseil ne pas souhaiter donner suite à la proposition de l'auditeur d'engager des discussions en vue d'un éventuel règlement transactionnel,

Vu la décision du 23 janvier 2018 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 Monsieur X et de Monsieur Y,

Vu les notifications des griefs adressées à Monsieur X et à Monsieur Y par courriers recommandés avec accusé de réception datés du 24 janvier 2018,

Vu le courrier du président du comité de direction du 24 janvier 2018 au président de la commission des sanctions comportant les conclusions définitives de l'auditeur du 22 décembre 2017,

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

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 les parties et le comité de direction quant au calendrier de la procédure et à la tenue d'une audition commune,

Vu l'audience d'introduction du 26 février 2018 tenue en présence de Maître (...), représentant Monsieur X et Monsieur Y, et de Madame (...), représentant le comité de direction de la FSMA,

Vu l'accord de Maître (...) au nom de Monsieur X et Monsieur Y quant à la tenue d'une audition commune et le calendrier de procédure comportant les dates de dépôt des observations des parties et du comité de direction actés lors de l'audience d'introduction,

Vu le courrier du 7 mars 2018 du président de la commission des sanctions adressé aux parties, à leur conseil, à l'auditeur ainsi qu'au président du comité de direction les informant de la date de l'audition,

Vu les observations écrites communes de Monsieur X et de Monsieur Y du 13 avril 2018 et les pièces complémentaires y jointes,

Vu les observations écrites du comité de direction du 25 mai 2018,

Vu que les parties n'ont pas déposé d'observations de synthèse,

Vu l'audition du 22 juin 2018 tenue en l'absence de Monsieur X et de Monsieur Y, représentés par leur conseil, Maître (...), de Monsieur (...) et de Madame (...), représentants du comité de direction, de Monsieur Michaël André, auditeur, et de Madame (...), rapporteur,



I. Motivation de la décision

I.1. Présentation des parties et exposé des faits pertinents

1. Monsieur X est ingénieur agronome des eaux et forêts.

Monsieur X développe notamment une activité professionnelle de gestion forestière de propriétés privées. Il exerce cette activité par le biais de la société W au sein de laquelle il est associé.

Monsieur X organise également des chasses sur les propriétés privées de ses clients.

2. Monsieur Y est, comme Monsieur X, ingénieur agronome des eaux et forêts.

Depuis le mois de mai 2006, il est l'un des deux associés de Monsieur X au sein de la société W.

3. A est une société anonyme de droit belge spécialisée dans (...).

Au moment des faits, en 2013, l'action A est cotée sur NYSE Euronext Brussels.

A cette même époque, le principal actionnaire d'A est la société anonyme de droit belge B (détenant 27,66 % d'A).

En 2013, Monsieur F préside le conseil d'administration d'A. Monsieur F est alors également le président et l'administrateur délégué de B. Parmi les autres membres du conseil d'administration de B, figuraient au moment des faits notamment Messieurs G, H et I.

Monsieur F et Messieurs G, H et I participent également ensemble aux conseils d'administration d'autres sociétés et travaillent quotidiennement de concert.

4. Depuis l'été 2013, la presse économique générale ainsi que la presse spécialisée s'étaient faites l'écho de la volonté de C de vendre (...). En particulier, C souhaitait vendre (...).

Cette vente s'inscrivait dans un contexte d'offre excédentaire (...) déstabilisant le marché (...) et forçant les prix (...) à la baisse au détriment des entreprises actives dans (...). La mise en vente de (...) de C pour un prix d'environ (...) était à cet égard favorablement perçue par le marché dès lors qu'elle participait d'une consolidation du secteur (...) et d'une amélioration des marges de négociation pour l'ensemble des acteurs de ce secteur.

La société américaine D était pressentie comme potentielle acquéreuse des (...) mis en vente par C.

En (...) 2013, la presse révélait toutefois que D avait des difficultés à réunir les fonds nécessaires à l'acquisition des (...) de C.

A cette même époque, des négociations confidentielles d'acquisition s'engageaient entre C et A (...). Monsieur F, en sa qualité de président du conseil d'administration d'A, était informé des négociations et de la volonté du management d'A d'acquérir les (...) de C.

En vue de permettre l'acquisition des (...), A a demandé à ses actionnaires de référence de participer à une augmentation de capital de (...). Parmi ces actionnaires de référence figurait la holding (...) B.

Le (T2 - 9 jours) 2013, le conseil d'administration de B a délibéré quant à la participation de B à l'augmentation de capital envisagée par A. Au cours de cette réunion, étaient notamment présents

Monsieur F, Monsieur G, et, par téléphone, Monsieur H. Monsieur I a également affirmé qu'il était présent lors de cette réunion, quoi que cela ne ressorte pas du procès-verbal du conseil d'administration. Monsieur K, *Chief financial officer* d'A, était en outre invité à la réunion du conseil d'administration de B.

Le procès-verbal de la réunion du conseil d'administration de B indique sans ambiguïté que le but de l'augmentation de capital envisagée par A est d'augmenter sa liquidité dans la perspective d'un échec probable des négociations entre C et D.

Le (T2 - 3 jours) 2013, A a procédé à ladite augmentation de capital et a réalisé un placement privé de titres auprès de ses actionnaires de référence pour un montant de (...). Ce placement privé a fait l'objet d'un communiqué de presse du (T2 - 2 jours) 2013.

Les négociations entre A et C se sont ensuite accélérées jusqu'à aboutir à un accord sur les principes le (T2 + 5 jours) 2013. Monsieur F était informé de l'évolution des négociations et lui-même ainsi que d'autres membres du conseil d'administration d'A ont tenu Messieurs G, H et I au courant du déroulement des négociations avec C.

Le (T2 + 12 jours) 2013, l'action A a été suspendue sur NYSE Euronext Brussels.

Les (T2 + 18 jours) et (T2 + 19 jours) 2014, respectivement à (...) et (...), A a publié des communiqués de presse annonçant le rachat de (...) de C et les modalités de financement de la transaction. Le (T2 + 19 jours) 2014 à (...), la cotation des actions A a repris.

5. Monsieur X a des contacts réguliers avec (...) Monsieur F. E quant à la gestion de ses propriétés mais également (...) Messieurs G, H et I, à l'occasion de chasses dont Monsieur X est chargé de l'organisation.

En (...) 2013, Monsieur X a organisé deux chasses sur les propriétés de Monsieur F, les (T1) et (T2) 2013. A ces chasses ont participé Messieurs G, H et I.

Lors de la chasse du (T2) 2013 étaient en outre organisés un déjeuner ainsi qu'un drink auxquels Monsieur X a participé aux côtés de Messieurs G, H et I.

6. Le (T2 + 5 jours) 2013 à 18h16, Monsieur X a placé un ordre d'achat de 9.489 actions A sans limite de prix via son compte Keytrade bank. Cet ordre a été exécuté le lendemain, soit le (T2 + 6 jours) 2013 à 9h00, à un prix de 6,9 EUR par action pour un montant total de 65.474,1 EUR.

Au moment où il passe son ordre, Monsieur X est en conversation téléphonique avec Monsieur Y. Messieurs X et Y s'étaient par ailleurs parlé plus tôt dans la journée, l'auditeur ayant relevé au cours de son instruction un appel d'un peu plus de 17 minutes environ 1 heure avant que Monsieur X ne passe l'ordre litigieux.

7. Les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013, Monsieur Y a placé 6 ordres d'achat d'actions A.

Le (T2 + 2 jours) 2013, Monsieur Y a placé 4 ordres.

Le premier ordre a été placé à 15h20, après des conversations téléphoniques avec Monsieur X. Ce premier ordre d'achat porte sur 7.000 actions A à un prix limite de 6,45 EUR. Cet ordre est annulé et remplacé, le même jour à 17h03, par un nouvel ordre d'achat de 7.000 actions A au même prix limite. Ce deuxième ordre est également annulé. A peine quelques minutes plus tard, à 17h08, Monsieur Y place un troisième ordre d'achat consécutif pour l'achat de 7.000 actions A à un prix limite un peu plus

élevé de 6,5 EUR. Cet ordre est également annulé. Enfin, à 17h26, Monsieur Y place un quatrième ordre d'achat pour 7.000 actions A à un prix limite légèrement plus élevé, soit 6,55 EUR. Cet ordre a expiré. Moins de 10 minutes plus tard, à 17h32, Monsieur Y a une nouvelle conversation téléphonique avec Monsieur X.

Le (T2 + 5 jours) 2013, l'auditeur a relevé plusieurs discussions téléphoniques entre Messieurs X et Y. Les parties se sont appelées à 5 reprises entre 16h52 et 18h13. Le temps de conversation des parties durant ce bref laps de temps est d'environ 21 minutes.

Le lendemain, le (T2 + 6 jours) 2013, à 10h19, Monsieur Y place un nouvel ordre d'achat de 6.900 actions A à un prix de 6,90 EUR. Cet ordre a été annulé. A 10h47, Monsieur Y place un dernier ordre d'achat pour 9.000 actions à une limite légèrement plus élevée de 6,99 EUR. Cet ordre est exécuté quelques minutes plus tard, à 10h53. Le montant total de l'acquisition de Monsieur Y s'élève à 62.910 EUR.

8. Messieurs X et Y ont commencé à placer des ordres de vente d'actions A peu de temps après avoir placé leurs ordres d'achat.

Monsieur Y a introduit un ordre de vente de 8.728 actions A assorti d'un « stop loss » à une limite de 5,75 EUR le (T2 + 6 jours) 2013 à 10h55, soit deux minutes après que son ordre d'achat ait été exécuté. Cet ordre de vente n'a pas été exécuté.

Le (T2 + 9 jours) 2013 à 11h53, Monsieur Y a introduit un nouvel ordre de vente assorti d'un « stop loss » pour 9.000 actions A à un prix limite de 7 EUR. Cet ordre n'a pas été exécuté.

Ce même jour, à 17h19, Monsieur X a appelé Monsieur Y.

Le (T2 + 12 jours) 2013 à 10h20, Monsieur Y a, à nouveau, introduit un ordre de vente assorti d'un « stop loss » pour 9.000 actions A avec une limite relevée à 7,5 EUR. Cet ordre n'a pas été exécuté. Ce même jour, à 10h21, Monsieur X a introduit un ordre de vente assorti d'un « stop loss » à un prix limite un peu plus élevé de 7,8 EUR. Cet ordre n'a pas non plus été exécuté.

Les (T2 + 13 jours) 2013, (T2 + 17 jours) et (T2 + 19 jours) 2014, Messieurs X et Y se sont parlé à 10 reprises par téléphone.

Le (T2 + 19 jours) 2014 à 15h10, Monsieur Y a placé un ordre de vente de 9.000 actions A assorti d'un « stop loss » à une limite de 9 EUR, qui n'a pas été exécuté. A 15h24, il a placé un nouvel ordre de vente de 9.000 actions A assorti d'un « stop loss » à 9,45 EUR, qui n'a pas non plus été exécuté. Enfin, à 15h56, Monsieur Y place un ordre de vente à un prix limite de 9,87 EUR qui est exécuté à 16h21.

Monsieur Y retire un avantage patrimonial d'un montant de 26.010 EUR (hors frais) de la vente des 9.000 actions A acquises le (T2 + 6 jours) 2013.

Ce même (T2 + 19 jours) 2014, environ 30 minutes après que l'ordre de Monsieur Y ait été exécuté, Monsieur X place à 16h56 un ordre de vente au prix du marché. L'ordre est immédiatement exécuté.

Monsieur X retire un avantage patrimonial d'un montant de 21.634,92 EUR (hors frais) de la vente des 9.489 actions A acquises le (T2 + 6 jours) 2013.

I.2. Griefs

9. Au terme de son enquête, l'auditeur a conclu que les faits tels qu'examinés dans son rapport constituent,

- dans le chef de Monsieur X, une infraction à
 - o 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 ; et
 - o 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 ;
- 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.

10. 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 Monsieur X et de Monsieur Y.

11. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions d'infliger une amende d'un montant de 58.269,84 EUR à Monsieur X et d'un montant de 52.020 EUR à Monsieur Y.

Compte tenu du fait que, d'après le comité de direction, les manquements reprochés à Monsieur 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. Discussion

I.3.1. Appréciation de l'argument de procédure soulevé par les parties : allégation d'illégalité et d'inconstitutionnalité de la procédure organisée par la loi du 2 août 2002

12. Les parties soulèvent un argument de procédure à titre principal.

D'après Messieurs X et Y, la procédure de sanction administrative telle qu'organisée par la loi du 2 août 2002 se heurte intrinsèquement au principe général de droit *non bis in idem* tel que garanti par l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, l'article 4.1 du protocole additionnel n° 4 à cette convention et l'article 14 du Pacte international relatif aux droits civils et politiques et serait, partant, illégale.

Les parties estiment que la législation en vigueur, en ce qu'elle n'exclut pas *a priori* la succession de procédures administrative et pénale pouvant aboutir à des sanctions administratives à caractère pénal et à des sanctions pénales, ne permet pas de se conformer au principe *non bis in idem*.

Les parties considèrent que la voie de la procédure administrative n'est qu'une alternative à la procédure pénale judiciaire. Les parties requièrent par conséquent le droit de choisir la voie de la procédure judiciaire pénale avec pour corollaire l'obligation pour la commission des sanctions de se déclarer sans juridiction.

Les parties prétendent également qu'une discrimination existerait entre le traitement des infractions fiscales et des infractions d'abus de marché. Les parties indiquent qu'en matière fiscale prévaudrait le principe « Una Via » alors qu'en matière d'abus de marché, un aiguillage entre les voies administrative et pénale n'est pas organisé avec pour conséquence que le justiciable s'exposerait à un cumul de poursuites voire de sanctions. Les parties indiquent qu'un tel aiguillage est également organisé en droit pénal social ainsi qu'en matière de sanctions administratives communales.

Sur ce point, les parties estiment que la Cour constitutionnelle devrait être interrogée quant au caractère discriminatoire de la procédure de sanction administrative organisée par la loi du 2 août 2002.

Enfin, les parties soutiennent que la procédure administrative organisée par la loi du 2 août 2002 n'offre pas les solutions intéressantes de défense et de traitement de la procédure pénale. Les parties soulignent l'impossibilité de bénéficier dans le cadre de la procédure administrative d'une suspension de prononcé, d'un sursis, d'une probation ou encore de peines autonomes. Les parties en appellent également au traitement favorable dont bénéficieraient les personnes n'ayant pas d'antécédents devant les juridictions pénales.

13. L'argument de procédure développé par les parties ne peut être suivi pour les motifs qui suivent.

Tout d'abord, les parties invoquent de manière prématurée le principe *non bis in idem*.

Il est bien admis – et les parties le reconnaissent expressément – que le principe *non bis in idem* ne s'applique qu'en cas de jugement définitif antérieur aux nouvelles poursuites ou condamnations.

Si, comme le requiert l'article 71, § 5 de la loi du 2 août 2002, le comité de direction a informé le procureur du Roi de la notification des griefs dès lors que ceux-ci sont susceptibles de constituer une infraction pénale, Messieurs X et Y n'ont, à ce jour, pas fait l'objet d'un jugement pénal définitif.

Les parties ne peuvent donc valablement invoquer le principe *non bis in idem* pour faire obstacle à la présente procédure.

Ensuite, le fait que la législation belge organise un système dual de sanctions en vue de réprimer efficacement les abus de marché n'est pas en soi contraire au principe *non bis in idem*.

Comme l'indique le comité de direction, la Cour européenne des droits de l'Homme (voir *Rinas c. Finlande*, 27 janvier 2015, n° 17039/13, § 52) a jugé que l'organisation simultanée de procédures administratives et pénales n'est pas contraire au principe *non bis in idem* pour autant que celui-ci soit respecté *in concreto*.

Le règlement 596/2014 « Abus de marché » du 16 avril 2014 (« MAR ») et la directive 2014/57 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (« MAD ») consacrent également la dualité des sanctions en matière d'abus de marché. Le considérant 72 de MAR indique clairement que « *rien n'empêche les États membres d'établir des règles prévoyant à la fois des sanctions administratives et des sanctions pénales pour les mêmes infractions* ».

La priorité présentée comme naturelle par les parties, de la voie judiciaire pénale sur la voie administrative, ne peut être retenue. Comme le note les parties, le comité de direction a, en application de l'article 71, § 5 de la loi du 2 août 2002, informé le Procureur du Roi de la notification dès lors que les griefs notifiés sont *susceptibles* de constituer une infraction pénale. Il n'appartient toutefois pas à la FSMA, pas plus qu'aux parties, de déterminer que les griefs constituent effectivement une infraction pénale. A cet égard, il n'appartient pas non plus aux parties de choisir qui de l'autorité administrative ou de la juridiction pénale traite des faits infractionnels qui leur sont reprochés.

La commission des sanctions de la FSMA veille strictement au respect des droits des parties en application de la législation nationale et supranationale, notamment le principe *non bis in idem*. La commission des sanctions note à cet égard que les parties ne formulent aucune allégation concrète de violation de leurs droits et se bornent largement à critiquer *in abstracto* le système de répression en deux branches, administrative et pénale, organisé par le législateur belge à la suite du législateur européen.

Enfin, la commission des sanctions écarte la demande des parties d'interroger la Cour constitutionnelle quant à une éventuelle discrimination existant entre les législations organisant la répression des infractions d'abus de marché et celles organisant la répression des infractions fiscales, de droit pénal social ou en matière de sanctions administratives communales.

En application de l'article 142 de la Constitution et 26 de la loi spéciale du 6 janvier 1989 sur la Cour constitutionnelle, seules les juridictions peuvent saisir la Cour constitutionnelle afin de l'interroger à titre préjudiciel.

La commission des sanctions est une autorité administrative et non une juridiction administrative. La commission des sanctions n'a donc pas le pouvoir d'interroger la Cour constitutionnelle.

1.3.2. Appréciation des griefs

– Rappel des dispositions applicables

14. Au moment des faits, l'article 2, 14°, al. 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 définissait l'information privilégiée comme étant « *toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ».

L'article 25 § 1, 1° de la loi du 2 août 2002 disposant du manquement administratif d'abus de marché se lisait pour sa part 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 figurent dans le règlement 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, spécialement ses articles 8, 10 et 14.

15. En substance, les infractions d'abus de marché dont il est fait grief aux parties n'ont pas évolué. Eu égard au caractère pénal des sanctions administratives que la commission des sanctions peut imposer, l'application de la législation la plus douce est requise. En l'espèce, la nouvelle réglementation en vigueur depuis le 3 juillet 2016 n'est pas plus favorable aux parties en sorte qu'il n'existe pas de motifs de la faire rétroagir.

Il sera dans la suite de la présente décision fait uniquement référence à l'article 25, § 1, 1° a) et b) de la loi du 2 août 2002.

– Modalité probatoire

16. Le dossier ne révèle pas de preuve directe de la communication de l'information privilégiée aux ou entre les parties.

17. En l'absence de preuve directe, ce qui est fréquent dans les dossiers de délits d'initié, la FSMA entend démontrer les griefs grâce à la méthode dite du faisceau d'indices précis et concordants.

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 2015¹.

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 n'exigent pas que soit prouvée la manière dont le requérant est entré en possession de l'information, mais, uniquement, 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).

La méthode du faisceau d'indices permet de rapporter la preuve de la détention de l'information privilégiée, de son exploitation et de sa communication à défaut de preuve directe.

La méthode du faisceau d'indices ne requiert pas d'établir la manière, c'est-à-dire les conditions précises, dont l'initié est entré en possession de l'information privilégiée. La méthode du faisceau d'indices ne suppose donc pas d'identifier précisément l'intermédiaire par lequel l'initié a obtenu l'information privilégiée. La méthode du faisceau d'indices ne requiert à cet égard pas l'établissement d'un comportement fautif dans le chef de cet intermédiaire, la communication de l'information ayant pu intervenir par inadvertance.

La méthode du faisceau d'indices consiste en un rapprochement d'indices concordants et précis qui doit permettre à la commission des sanctions de considérer de manière raisonnablement certaine que seule la détention de l'information privilégiée explique l'opération litigieuse.

¹ 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

Conformément à la jurisprudence *Spector* de la Cour de justice de l'Union européenne², il est en outre rappelé qu'il est suffisant, pour qu'une opération soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié, en possession d'une information privilégiée, effectue une opération sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. En matière de répression d'abus de marché, il existe une présomption réfragable selon laquelle celui qui a acquis ou cédé des instruments financiers alors qu'il détenait une information privilégiée a utilisé cette dernière pour ce faire.

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

Les parties soutiennent que la méthode du faisceau d'indices ne peut systématiquement pallier l'absence de preuve. D'après les parties, l'exigence de preuves demeure « entière et maximale » lors du jugement du fond de l'affaire.

Les parties soulignent ensuite que le fait de la communication de l'information par les initiés primaires n'est pas établi. À suivre les parties, l'absence de démonstration du fait de la communication par un initié primaire clairement identifié devrait entraîner leur mise hors de cause.

19. Les critiques de la méthode du faisceau d'indices par les parties ne peuvent être suivies dès lors qu'elles semblent procéder d'une mauvaise compréhension de celle-ci.

Tout d'abord, la méthode du faisceau d'indices vise à permettre à la commission des sanctions de tirer de faits connus des faits inconnus. Spécialement, 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 un initié primaire à l'initié secondaire de l'information privilégiée et son exploitation par ce dernier. Contrairement à ce que les parties semblent affirmer, la méthode du faisceau d'indices ne s'absout pas de toute démonstration. La méthode du faisceau d'indices implique de rapporter la preuve d'un ensemble de faits lesquels constituent des indices dont le rapprochement permet de déduire un fait qui ne peut faire l'objet d'une preuve directe.

Ensuite, quant au fait que la charge de la preuve du fait de la communication entre un initié primaire identifié et les parties ne serait pas remplie, la commission des sanctions rappelle que la méthode du faisceau d'indices ne prétend pas à la démonstration des conditions dans lesquelles la communication de l'information privilégiée est intervenue. La méthode du faisceau d'indices suppose la démonstration du fait que, l'initié secondaire ayant eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée, seule la détention de celle-ci explique l'opération litigieuse.

Les arguments développés par les parties à l'égard de la méthode du faisceau d'indices ne sont donc pas fondés.

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

² CJUE, *Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck contre Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, 23 décembre 2009, C-45/08.

- Quant au grief d'utilisation de l'information privilégiée dans le chef de Monsieur X (infraction à l'article 25, § 1, 1° (a) de la loi du 2 août 2002)

21. L'auditeur décrit l'information privilégiée présumée au paragraphe 60 de son rapport. D'après l'auditeur, cette information est relative aux négociations menées par A en vue de l'acquisition de (...) de C pour un montant de (...).

Les parties ne contestent ni l'existence ni la définition de l'information privilégiée.

22. En l'absence de preuve directe de la détention et de l'exploitation de l'information privilégiée par Monsieur X, la commission des sanctions fait application de la méthode du faisceau d'indices afin d'établir que seule la détention de l'information permet d'expliquer les ordres et opérations litigieux.

23. Premièrement, il est établi que Monsieur X a eu la **possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée**.

Il est clairement démontré par l'auditeur que Messieurs F, G, H et I, informés en détail des négociations entre A et C, détenaient l'information privilégiée. Ils la détenaient notamment au moment de la tenue de la chasse du (T2) 2013 sur la propriété privée de Monsieur F à laquelle ont assisté Messieurs G, H et I. Comme indiqué dans la relation des faits ci-avant (voir § 5), la chasse du (T2) fut interrompue d'un lunch et suivie d'un drink.

La possibilité d'avoir accès à l'information ne requiert pas une communication exprès de l'information privilégiée par l'initié primaire à l'initié secondaire. Dès lors, le fait que, lors de leurs auditions respectives, Messieurs G, H et I affirment ne pas avoir communiqué l'information privilégiée à Monsieur X ne porte pas atteinte à la possibilité pour ce dernier d'y avoir accès.

Monsieur X est au service de (Messieurs F, G, H et I) depuis de nombreuses années. La confiance manifeste que (Messieurs F, G, H et I) placent en Monsieur X conforte la possibilité pour ce dernier d'avoir eu accès, ne fut-ce qu'incidemment, à l'information privilégiée.

La relation de confiance existant entre (Messieurs F, G, H et I) et Monsieur X ainsi que le fait que ceux-ci se soient rencontrés le (T2) 2013 emporte la possibilité de la transmission de l'information privilégiée qui doit être rapprochée des autres indices mis au jour par l'instruction. Le fait qu'aucun grief n'ait été notifié à (Messieurs F, G, H ou I) n'est donc pas de nature à affecter la possibilité pour Monsieur X d'avoir accès à l'information privilégiée.

24. Deuxièmement, le rapprochement des indices permet de conclure de manière raisonnable que seule la détention de l'information privilégiée par Monsieur X explique l'opération litigieuse, soit le placement d'un ordre d'achat de 9.489 actions A le (T2 + 5 jours) 2013.

Les indices recueillis par l'auditeur, présentés de manière détaillée dans ses conclusions définitives et repris par le comité de direction de la FSMA sont en substance décrits ci-après.

La FSMA fait tout d'abord état du **timing de l'ordre et de l'opération litigieux**.

Il n'est pas contesté que Monsieur X a placé son ordre d'achat de 9.489 actions A le (T2 + 5 jours) 2013 à 18h16.

Cet ordre d'achat intervient quelques jours après la chasse du (T2) 2013 au cours de laquelle Monsieur X a eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée.

Il est frappant de constater que Monsieur X avait liquidé l'entière de sa position de 11.000 actions A le (T2 - 15 jours) 2013. Compte tenu du fait que Monsieur X réalise peu d'opérations par an (deux opérations d'après ses propres déclarations) et que, comme il sera observé ci-après, il ne semble pas avoir un comportement spéculatif, l'ordre d'achat du (T2 + 5 jours) 2013 (exécuté le (T2 + 6 jours) 2013) est un indice de la détention par Monsieur X de l'information privilégiée.

Le fait que Monsieur X suivait prétendument l'action A et avait déjà investi en A ne permet pas d'expliquer l'ordre d'achat du (T2 + 5 jours), quelques jours après la partie de chasse du (T2) au cours de laquelle Monsieur X a eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée et à peine 3 semaines après avoir liquidé l'entière de sa position en actions A.

De même, l'argument invoqué par Monsieur X selon lequel s'il avait disposé de l'information privilégiée, il n'aurait pas attendu le (T2 + 5 jours) mais aurait investi dès le (T2) 2013, soit à un moment où le cours était plus intéressant à l'achat ne peut être retenu. Par une décision du 12 juin 2015, la commission des sanctions a déjà décidé que le fait qu'un abus de marché eut été plus avantageux s'il avait été commis à un autre moment n'est pas de nature à exonérer la partie poursuivie.

Enfin, Monsieur X semble chercher à tirer argument du fait que Monsieur Y ait 'en premier' cherché à investir après la chasse du (T2) 2013, soit le (T2 + 2 jours) 2013. Il n'apparaît pas clairement à la commission des sanctions ce que les parties souhaitent établir en soulignant cette chronologie des ordres. En tout état de cause, le fait que Monsieur Y ait investi avant Monsieur X n'affecte pas l'indice tiré de la proximité temporelle des investissements de Monsieur X avec le moment auquel il a eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée.

La FSMA déduit ensuite un indice du **caractère remarquable et inhabituel de l'ordre et opération d'achat litigieux** de Monsieur X.

Le caractère remarquable et atypique de l'ordre et de l'opération litigieux peut être établi à l'aune du profil d'investisseur de Monsieur X.

Monsieur X a indiqué ne disposer que de connaissances sommaires en matière d'investissements sur les marchés financiers et ne pas disposer de beaucoup de temps, en marge de ses activités professionnelles, pour suivre l'évolution de ses placements. Monsieur X a déclaré ne pas veiller à la diversification de son portefeuille et ne réaliser que deux opérations par an. Monsieur X indique investir 'au feeling'. Il peut être déduit de ce qui précède que Monsieur X n'est ni un investisseur rationnel ni un spéculateur, ces comportements requérant connaissance et suivi des marchés financiers.

Quant au montant disponible pour des investissements, il ressort de l'audition de l'épouse de Monsieur X que le ménage diversifie son patrimoine et n'investit qu'environ 1/6^e de celui-ci dans des instruments financiers. D'après les déclarations de l'épouse de Monsieur X, un investissement d'environ 25.000 EUR en instruments financiers correspond à la diversification ordinaire du patrimoine du ménage.

Eu égard à ces éléments, l'investissement en actions A du (T2 + 5 jours) apparaît remarquable et atypique.

Cet investissement fait suite à une liquidation de l'entière de la position de 11.000 actions A de Monsieur X le (T2 - 15 jours). Si la position de Monsieur X n'a effectivement été liquidée que le (T2 - 6

jours), Monsieur X avait en outre déjà placé un ordre de vente de ses actions le (T2 - 2 mois) 2013, ordre qui n'a pas été exécuté.

Malgré que Monsieur X soutienne n'effectuer que deux opérations par an et, pendant les périodes annuelles de chasse du 15 octobre au 15 décembre environ, ne pas disposer de temps pour s'occuper de ses placements en raison de ses activités professionnelles, Monsieur X a néanmoins, en l'espace de quelques semaines, liquidé puis reconstitué une position importante en actions A.

Ce comportement apparaît encore remarquable et atypique compte tenu du caractère massif de l'investissement réalisé. Comme indiqué dans la relation des faits (voir § 6), le montant investi par Monsieur X fut d'environ 65.000 EUR, soit près de 3 fois ce que le ménage considère à l'ordinaire comme une part raisonnable d'investissement en instruments financiers de son patrimoine.

Enfin, il ressort de son audition et de l'examen des ordres et opérations de Monsieur X que celui-ci est familier des techniques de vente assorties d'un « stop-loss » ainsi que des ordres d'achat assortis d'une limite. Ces techniques permettent l'une comme l'autre de protéger le patrimoine de l'investisseur, soit contre une baisse imprévue du cours soit contre une hausse imprévue de celui-ci. Si Monsieur X fait fréquemment usage de ces techniques, il est remarquable qu'il s'en est abstenu lors du placement de son ordre de 9.489 actions le (T2 + 5 jours) 2013. Cet ordre n'était en effet assorti d'aucune limite, ce qui témoigne d'une certaine confiance de Monsieur X à la fois dans l'ordre passé et dans l'évolution subséquente du cours des actions A.

Le fait, rapporté par l'auditeur, que le portefeuille de Monsieur X soit, après l'opération du (T2 + 6 jours) 2013, presque exclusivement constitué d'actions A n'apparaît pour sa part pas remarquable ou atypique. En effet, il est établi et non contesté que Monsieur X ne veille pas à diversifier son portefeuille en sorte que la concentration quasi exclusive de celui-ci sur un titre n'apparaît en l'espèce ni remarquable ni atypique.

En conclusion, le caractère remarquable et atypique de l'ordre et de l'opération litigieux se déduit de leur décalage avec le profil d'investisseur de Monsieur X ainsi qu'avec la composition ordinaire de son patrimoine familial et constitue un indice de la détention par Monsieur X de l'information privilégiée lors du placement de son ordre litigieux le (T2 + 5 jours) 2013.

Enfin, la FSMA soutient que les **justifications** avancées par Monsieur X pour justifier l'opération litigieuse ne sont **pas sérieuses**.

Monsieur X explique principalement son ordre du (T2 + 5 jours) 2013 par la confiance que lui inspire (Messieurs F, G, H et I), par sa défiance à l'égard du secteur bancaire, par la consultation de sources journalistiques ainsi que par le constat d'une remontée du cours entre la date à laquelle il a liquidé sa position en actions A et celle à laquelle il l'a reconstituée.

La commission des sanctions constate avec la FSMA que les justifications fournies par Monsieur X ne permettent pas d'expliquer l'ordre du (T2 + 5 jours) 2013.

La confiance dans (Messieurs F, G, H et I) n'explique pas le comportement versatile de Monsieur X qui, ayant liquidé sa position en actions A le (T2 - 15 jours), la reconstitue largement le (T2 + 5 jours) 2013 avant de chercher à la liquider dès le (T2 + 12 jours) 2013, y parvenant le (T2 + 19 jours) 2014, moyennant un avantage patrimonial, après l'annonce de l'acquisition (...) de C par A.

La défiance de Monsieur X à l'égard du secteur bancaire n'apparaît pas être un élément pertinent. Non seulement il n'est pas fait reproche à Monsieur X de ne pas avoir investi dans des instruments financiers liés au secteur bancaire mais encore cette défiance semble-t-elle être consécutive à la crise de celui-ci et aux déboires que les banques connurent, en particulier aux alentours des années 2007-2008. La défiance de Monsieur X dans le secteur bancaire ne semble à cet égard former qu'un élément contextuel dépourvu de toute contemporanéité avec son investissement en actions A.

La consultation de sources par Monsieur X et le constat allégué d'une remontée du cours entre le (T2 - 15 jours) et le (T2 + 5 jours) 2013 apparaissent peu crédibles eu égard à d'autres déclarations réalisées par Monsieur X. Celui-ci a en effet clairement indiqué qu'il investissait principalement au feeling et n'avait guère le temps pendant la majeure partie de l'année, compte tenu de ses activités professionnelles, de s'intéresser à ses placements. L'instruction de l'auditeur a par ailleurs permis d'établir que les sources d'information évoquées par Monsieur X ne sont pas vérifiées. De même, la remontée du cours, laquelle semble liée à un mouvement cyclique des marchés (...), n'est évoquée que de manière évasive par Monsieur X.

L'absence d'explications sérieuses et crédibles quant au motif de l'ordre placé le (T2 + 5 jours) 2013 est un indice de la détention par Monsieur X de l'information privilégiée à cette date.

Dans ses observations, Monsieur X invoque encore une série d'arguments *a contrario*. Ainsi, Monsieur X semble considérer que le fait qu'il ait investi via un compte belge et non via son compte luxembourgeois ainsi que le fait qu'aucun de ses proches amis ou de membres de sa famille n'ait investi en actions A (...) devraient emporter sa mise hors de cause. La commission des sanctions ne peut suivre le raisonnement tenu par Monsieur X. Quand bien même ces éléments devraient être considérés avérés, encore faut-il observer qu'il n'explique ni le timing de la transaction litigieuse, ni son caractère remarquable et atypique, ni encore ne justifie cette opération.

25. La commission des sanctions considère que, ayant eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée lors de la chasse du (T2) 2013, seule la détention de celle-ci peut expliquer les ordre et opération litigieux passés par Monsieur X le (T2 + 5 jours) 2013.

Monsieur X ne pouvait au demeurant pas ignorer le caractère privilégié de l'information en sa possession eu égard à l'absence de publicité de cette information dans la presse, à son degré d'éducation et à sa pratique, même non professionnelle, des marchés financiers.

Eu égard à la présomption d'utilisation de l'information privilégiée lors de la passation de l'ordre du (T2 + 5 jours), le rapprochement des indices corroborés par les éléments factuels figurant au dossier conduit la commission des sanctions à décider que l'infraction à l'article 25, § 1, 1° (a) de la loi du 2 août 2002 est établie dans le chef de Monsieur X.

- Quant au grief d'utilisation de l'information privilégiée dans le chef de Monsieur Y (infraction à l'article 25, § 1, 1° (a) de la loi du 2 août 2002)

26. Comme ce fut le cas pour Monsieur X, en l'absence de preuve directe de la détention et de l'exploitation de l'information privilégiée par Monsieur Y, la commission des sanctions fait application de la méthode du faisceau d'indices afin d'établir que seule la détention de l'information permet d'expliquer les ordres et opérations litigieux.

27. Premièrement, il est établi que Monsieur Y a eu la **possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée**.

Il a été démontré ci-avant que seule la détention de l'information privilégiée par Monsieur X est susceptible d'expliquer l'ordre litigieux du (T2 + 5 jours) 2013 dans son chef. Par l'intermédiaire de Monsieur X, Monsieur Y avait la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée.

L'instruction de l'auditeur a permis de démontrer que de nombreux appels téléphoniques ont été passés entre Monsieur X et Monsieur Y, soit de manière concomitante à la passation de son ordre par Monsieur X soit à des moments précédant ou suivant de manière rapprochée la passation d'ordres par Monsieur Y.

L'instruction a démontré que Messieurs X et Y discutent de leurs investissements financiers. La quasi concomitance de leurs investissements, tant au moment des ordres litigieux qu'auparavant et ensuite, atteste notamment de ce fait.

La possibilité pour Monsieur Y d'avoir accès à l'information privilégiée, par le biais de Monsieur X, est établie à suffisance par les éléments rapportés par l'instruction menée par l'auditeur.

28. Deuxièmement, le rapprochement des indices permet de conclure de manière raisonnable que seule la détention de l'information privilégiée par Monsieur Y explique les ordres d'achat placés par lui les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013, lesquels ont mené à l'acquisition de 9.000 actions A pour un montant de 62.910 EUR.

Les indices recueillis par l'auditeur, présentés de manière détaillée dans ses conclusions définitives et repris par le comité de direction de la FSMA sont en substance décrits ci-après.

La FSMA fait tout d'abord état du **timing des ordres et de l'opération litigieux**.

Ainsi, il ressort de l'instruction que le (T2 - 14 jours) 2013, Monsieur Y a placé un ordre de vente de 10.750 actions A, liquidant l'entièreté de sa position en A. Cet ordre est placé le lendemain du jour où Monsieur X a placé son ordre de vente ayant également abouti à la liquidation de sa position en actions A.

Le (T2 - 6 jours), Monsieur Y a placé un ordre d'achat de 7.800 actions à un prix limite de 5,75 EUR. Cet ordre a été annulé.

Monsieur Y est ensuite resté inactif jusqu'au (T2 + 2 jours), alors que le cours des actions A était remonté suite au communiqué de presse du (T2 - 2 jours) 2013 annonçant le placement privé de titres auprès des actionnaires de référence de la société (voir § 4).

Le (T2 + 2 jours) 2013, Monsieur Y a placé 4 ordres d'achats, à chaque fois pour un total de 7.000 actions A à un cours limite évoluant de 6,45 EUR à 6,55 EUR. Ces ordres ont tous été annulés ou ont expiré.

Le (T2 + 6 jours) 2013, Monsieur Y a placé un premier ordre d'achat de 6.900 actions A à un prix limite de 6,9 EUR par action. Cet ordre a été annulé. Moins de 30 minutes plus tard, Monsieur Y a placé un ordre d'achat substantiellement plus conséquent de 9.000 actions à un prix limite légèrement supérieur de 6,99 EUR. Cet ordre a été exécuté, portant le montant de l'acquisition en actions A de Monsieur Y à 62.910 EUR.

Comme relaté dans l'exposé des faits (voir § 7), les ordres de Monsieur Y coïncident temporellement avec des discussions téléphoniques avec Monsieur X et concordent avec la chronologie d'investissement de ce dernier.

Le fait, allégué par Monsieur Y, selon lequel il suivait l'action A et avait déjà investi en A ne permet pas d'expliquer les ordres d'achat des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours), quelques jours après la partie de chasse du (T2) au cours de laquelle Monsieur X a eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée et à peine 3 semaines après avoir liquidé l'entièreté de sa position en actions A.

Le timing des ordres et opération litigieux de Monsieur Y constitue un indice de la détention par Monsieur Y de l'information privilégiée.

La FSMA déduit ensuite un indice du **caractère remarquable et inhabituel de l'ordre et opération d'achat litigieux** de Monsieur Y.

Le caractère remarquable et atypique de l'ordre et de l'opération litigieux peut être établi à l'aune du profil d'investisseur de Monsieur Y.

Lors de son audition, Monsieur Y a indiqué ne pas être un spécialiste en matière d'investissements et fonctionner à l'instinct. Monsieur Y a indiqué considérer la bourse comme un casino. Monsieur Y indique en outre investir sur base d'informations qu'il recherche et avoir tendance à réagir de manière émotionnelle à ces informations. A cet égard, le profil d'investisseur de Monsieur Y se rapproche de celui de Monsieur X en ce sens que tout comme lui, Monsieur Y n'apparaît être ni un investisseur rationnel ni un spéculateur.

Le caractère remarquable et atypique des ordres passés par Monsieur Y peut tout d'abord se déduire de la chronologie rappelée ci-avant.

Ensuite, le fait que Monsieur Y considère les marchés financiers comme un casino et indique investir à l'instinct n'explique en rien les motifs de son insistance à placer des ordres d'acquisition les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013, quelques jours après que Monsieur X ait eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée et après que les parties aient à de multiples reprises conversé par voie téléphonique. Ce comportement insistant ne s'observe pas lors de précédentes ventes ou achats. Le profil d'investisseur de Monsieur Y n'explique pas non plus pour quel motif, entre les deux derniers ordres passés le (T2 + 6 jours) 2013, celui-ci a pris la décision d'acquérir substantiellement plus d'actions A (9.000 actions) à un prix limite rehaussé alors que ses précédents ordres portaient sur environ 7.000 actions. Enfin, Monsieur Y semble avoir voulu se débarrasser aussi vite que possible des actions qu'il venait d'acquérir. Comme rappelé dans l'exposé des faits (voir § 7), Monsieur Y a introduit un premier ordre de vente assorti d'un « stop loss » à peine 2 minutes après l'exécution de son ordre

d'achat du (T2 + 6 jours) 2013. Les (T2 + 9 jours) et (T2 + 12 jours) 2013, Monsieur Y a placé deux nouveaux ordres de vente de 9.000 actions assortis de « stop loss » à des prix limites respectifs de 7 EUR et de 7,5EUR. Ces ordres n'ont pas été exécutés. Le (T2 + 19 jours) 2014, après la reprise de la cotation de l'action A, Monsieur Y a introduit en un moins d'une heure pas moins de 3 ordres de vente assorti d'un « stop loss » évoluant à un prix limite de 9 EUR à 9,87 EUR par action.

Les circonstances de passation des ordres d'achat et de vente placés par Monsieur Y attestent d'une certaine urgence ainsi que d'une certaine fébrilité dans son chef qui ne s'expliquent que par la détention de l'information privilégiée.

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

Monsieur Y explique principalement ses ordres des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013 par la confiance que lui inspire (Messieurs F, G, H et I), par son caractère anxieux et inconstant en matière d'opérations sur les marchés financiers, par la consultation de sources journalistiques ainsi que par le constat d'une remontée du cours entre la date à laquelle il a liquidé sa position en actions A et celle à laquelle il l'a reconstituée.

La commission des sanctions constate avec la FSMA que les justifications fournies par Monsieur Y ne permettent pas d'expliquer ses ordres des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013.

Quant à la confiance placée dans (Messieurs F, G, H et I), comme pour Monsieur X, celle-ci n'explique pas le comportement versatile de Monsieur Y qui, ayant liquidé sa position en actions A le (T2 - 14 jours), cherche à la reconstituer de manière très insistante les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013 avant de chercher à la liquider moins de deux minutes après l'exécution de son ordre d'achat du (T2 + 6 jours). Comme indiqué, Monsieur Y liquidera finalement sa position le (T2 + 19 jours) 2014, moyennant un avantage patrimonial, après l'annonce de l'acquisition des (...) de C par A.

Le comportement anxieux dont Monsieur Y a fait état lors de son audition par l'auditeur ne semble pas non justifier ses ordres répétés des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013. Il en va d'autant plus ainsi que Monsieur Y s'est ravisé dans ses observations et a affirmé qu'il « *n'a pas investi « à l'aveuglette » mais bien selon une stratégie et une philosophie propre et constante de 2013 à 2015 (y compris durant la période litigieuse du (...), période durant laquelle il n'a pas modifié son comportement d'investisseur » (soulignement ajouté). Les positions prises par Monsieur Y quant à son propre comportement d'investisseur sont à ce point antinomiques qu'elles excluent toute possibilité d'y trouver une justification crédible quant aux ordres passés par lui des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013.*

Les déclarations contradictoires de Monsieur Y quant à son comportement d'investisseur rendent en outre éminemment précaires toute conclusion qui pourraient être tirées quant au poids que celui-ci a effectivement accordé aux sources qu'il a prétendument consultée, peu importe leur objet, ainsi qu'au constat qu'il aurait tiré d'une remontée du cours entre le (T2 - 14 jours) et les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013.

Le caractère peu convaincant et contradictoire des explications fournies pour justifier les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013 est un indice de la détention par Monsieur Y de l'information privilégiée à cette date.

29. La commission des sanctions considère que, ayant eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée par l'intermédiaire de Monsieur X suite à la participation de ce dernier à la chasse du (T2) 2013, seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les ordres et opération litigieux passés par Monsieur Y les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013.

Monsieur Y ne pouvait au demeurant pas ignorer le caractère privilégié de l'information en sa possession eu égard à l'absence de publicité de cette information dans la presse, à son degré d'éducation et à sa pratique, même non professionnelle, des marchés financiers.

Eu égard à la présomption d'utilisation de l'information privilégiée lors de la passation des ordres des (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours), le rapprochement des indices corroborés par les éléments factuels figurant au dossier conduit la commission des sanctions à décider que l'infraction à l'article 25, § 1, 1° (a) de la loi du 2 août 2002 est établie dans le chef de Monsieur Y.

– Quant au grief de communication de l'information privilégiée dans le chef de Monsieur X (infraction à l'article 25, § 1, 1° (b) de la loi du 2 août 2002)

30. Comme indiqué ci-avant, la méthode du faisceau d'indices permet de démontrer que seule la détention de l'information privilégiée par Monsieur Y explique les différents ordres qu'il a placés les (T2 + 2 jours) et (T2 + 6 jours) 2013.

Il a été établi que Monsieur Y a eu la possibilité d'avoir accès à l'information privilégiée par l'intermédiaire de Monsieur X avec lequel il entretenait des discussions sur une base très régulière. Il a également été établi, notamment eu égard à la concomitance de ceux-ci, que les parties discutaient de leurs investissements en instruments financiers.

L'infraction de communication de l'information privilégiée ne requiert pas de démontrer les conditions exactes dans lesquelles celle-ci a été réalisée. Pour démontrer la communication illicite dans le chef d'un initié, il suffit d'établir la possibilité d'accéder à l'information et l'absence de toute autre explication dans le chef de celui qui a réalisé l'opération litigieuse.

Ces éléments ayant été démontrés grâce à la méthode du faisceau d'indices dans le chef de Monsieur Y, la commission des sanctions décide que l'infraction à l'article 25, § 1, 1° (b) de la loi du 2 août 2002 est établie dans le chef de Monsieur X.

1.3.3. Sanction

– Amende administrative

31. Dès lors que les infractions reprochées à Messieurs X et Y aux articles 25, § 1, 1° (a) et (b) de la loi du 2 août 2002 sont établies, il appartient à la commission des sanctions de déterminer l'amende administrative idoine.

32. Le comité de direction propose d'infliger à Monsieur X une amende de 58.269,84 EUR et à Monsieur Y de 52.020 EUR.

Dans le chef de Monsieur X, le comité de direction a formulé sa proposition d'amende en multipliant le montant de l'avantage patrimonial par deux, aux fins de répression de l'infraction à l'article 25, § 1,

1°, (a) de la loi du 2 août 2002, auquel s'ajoute un montant de 15.000 EUR visant à réprimer l'infraction à l'article 25, § 1, 1°, (b) de la loi du 2 août 2002.

Dans le chef de Monsieur Y, le comité de direction a formulé sa proposition d'amende en multipliant le montant de l'avantage patrimonial par deux, aux fins de répression de l'infraction à l'article 25, § 1, 1°, (a) de la loi du 2 août 2002.

33. Dans leurs observations, à titre infiniment subsidiaire, les parties allèguent du dépassement du délai raisonnable et demandent qu'aucune sanction ne leur soit imposée dans le cas où la commission des sanctions constaterait des infractions dans leur chef.

Les parties considèrent que le délai raisonnable est dépassé dès lors qu'un dossier d'information concernant la négociation de l'action A durant la période du (T2) au (T2 + 12 jours) 2013 a été transmis le 17 avril 2014 à l'auditeur alors que les poursuites n'ont été engagées à leur égard qu'en janvier 2018.

Les parties relèvent qu'une simple déclaration de culpabilité suffirait et invoquent un précédent de la commission des sanctions, soit une décision du 19 février 2013.

34. La commission des sanctions a déjà eu l'occasion de décider à plusieurs reprises – en ce compris dans la décision évoquée par les parties du 19 février 2013 – que le délai qui doit être pris en considération pour l'appréciation du délai raisonnable commence à courir au moment où la partie concernée s'est trouvée sous la menace d'une sanction administrative.

En l'espèce, les parties étaient dans l'ignorance de l'enquête les concernant jusqu'au 2 septembre 2015, soit la date à laquelle l'auditeur a informé Monsieur Y du fait que son opération d'achat d'actions A de (...) 2013 faisait l'objet d'une instruction et qu'il était invité à être entendu dans le cadre de cette dernière.

La commission des sanctions relève que les constatations provisoires ont été transmises aux parties le 30 juin 2017, que celles-ci ont fait valoir leurs observations par la voix de leur avocat le 28 juillet 2017 puis qu'elles ont confirmé ne pas vouloir engager de discussions relativement à un éventuel règlement transactionnel le 25 septembre 2017. La commission des sanctions constate enfin que le rapport définitif de l'auditeur est daté du 22 décembre 2017 et que les notifications des griefs ont été envoyées aux parties par courrier recommandé du 24 janvier 2018.

Eu égard à ces différents éléments, la commission des sanctions estime qu'il n'est pas question d'un dépassement du délai raisonnable affectant la punissabilité des infractions constatées.

35. Afin de déterminer le montant de l'amende administrative, la commission des sanctions tient compte de l'ancienneté des faits (datant de (...) 2013), du fait que les parties n'ont pas d'antécédents et que les infractions commises apparaissent relever d'un délit d'occasion.

La commission des sanctions ne peut répondre favorablement à la demande des parties de bénéficier d'une suspension de prononcé, d'un sursis, d'une probation ou encore de peines autonomes dès lors que la loi ne lui confie pas le pouvoir d'imposer ces mesures.

Eu égard à l'établissement des faits, la commission des sanctions n'estime pas non plus qu'une simple déclaration de culpabilité soit une sanction adaptée.

La commission des sanctions considère que l'avantage patrimonial que les parties ont retiré des opérations litigieuses, soit 21.634,92 EUR pour Monsieur X et 26.010 EUR pour Monsieur Y, doit être confisqué.

Afin d'assurer un caractère dissuasif à la sanction administrative et eu égard aux infractions respectivement commises par eux, la commission des sanctions décide en outre d'infliger

- à Monsieur X le paiement d'une somme de 15.000 EUR, portant le montant total de l'amende à 36.634,92 EUR. Ce montant est justifié eu égard au fait que Monsieur X a commis une infraction à l'article 25, § 1, 1° (a) et à l'article 25, § 1, 1° (b) ; et
- à Monsieur Y le paiement d'une somme de 10.000 EUR, portant le montant totale de l'amende à 36.010 EUR. Ce montant est justifié eu égard au fait que Monsieur Y a commis une infraction à l'article 25, § 1, 1° (a).

- Publication nominative

36. 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 aux parties eu égard aux infractions commises par eux.

37. Messieurs X et Y ne s'opposent pas à la publication nominative de la décision.

38. La commission des sanctions relève que l'article 72, § 3, alinéa 4 de la loi du 2 août 2002 a été modifié par une loi du 27 juin 2016, postérieure aux faits punissables. La commission des sanctions rappelle toutefois que la publication de manière nominative sur le site web de la FSMA des décisions qu'elle prend est de principe, tant sous l'empire de l'ancienne version de cette disposition que sous celle de la nouvelle version de l'article 72, § 3.

La loi, tant au moment des faits qu'à ce jour, dispose que seules certaines circonstances permettent la dérogation à la publication nominative de la décision de la commission des sanctions. Ainsi, la loi disposait alors que la commission des sanctions n'est pas tenue d'ordonner la publication de sa décision si celle-ci risque de compromettre une enquête en cours, de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. En l'espèce, aucune de ces circonstances n'est rencontrée en sorte que rien ne s'oppose à la publication nominative de la présente décision.

Conformément à l'alinéa 6 de l'article 72, § 3, les données à caractère personnel ne seront toutefois maintenues sur le site web de la FSMA que pour la durée nécessaire. La commission des sanctions estime que cette durée nécessaire est d'un an, à dater de la publication de la décision sur le site web de la FSMA.

Par ailleurs, la commission des sanctions décide que la version publiée de la décision sera expurgée de toute référence permettant d'identifier des personnes tierces.



II. Décision

La commission des sanctions de la FSMA,

composée de Monsieur Michel Rozie, président, de Monsieur Erwin Francis 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, d'infliger à Monsieur X une amende de 36.634,92 EUR,
- 2) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, d'infliger à Monsieur Y une amende de 36.010 EUR,
- 3) en application de l'article 72, § 3, de procéder à la publication nominative de la décision sous réserve que l'identité des personnes tierces soit exclue. Les données à caractère personnel de Monsieur X et de Monsieur Y seront anonymisées un an après la publication de la présente décision sur le site internet de la FSMA.

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

Jean-Philippe LEBEAU

Membre de la commission des
sanctions