



AUTORITÉ  
DES  
SERVICES  
ET MARCHÉS  
FINANCIERS

La Commission des sanctions

VERSION NON-NOMINATIVE DE LA DÉCISION APRÈS L'ÉCOULEMENT DU DÉLAI D'UN AN  
SUIVANT LA PUBLICATION DE LA VERSION NOMINATIVE DE LA DÉCISION

DÉCISION DU 3 JUILLET 2014 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION  
MENÉE À L'ENCONTRE DE X

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

Vu les articles 25, 36 et 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 du 21 novembre 2011 ;

Vu la décision de l'auditeur du 14 juin 2012, prise en application de l'article 70, § 1<sup>er</sup>, de la loi du 2 août 2002 d'ouvrir une enquête portant sur des faits susceptibles de constituer notamment une opération d'initié et de donner lieu à l'imposition d'une amende administrative, soit la vente d'actions de la société Y (ci-après, Y), le 14 et le 15 février 2012, par X;

Vu la décision du 13 septembre 2012 de l'auditeur par laquelle il a décidé d'étendre son enquête aux autres opérations effectuées par X sur les actions de la société Y entre le 1<sup>er</sup> juin 2011 et le 31 mai 2012 ;

Vu la décision du 10 décembre 2013 du comité de direction de la FSMA, prise conformément à 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 X, et vu la notification des griefs subséquente adressée à X par courrier daté du 13 décembre 2013 ;

Vu la transmission, par courrier du 13 décembre 2013 adressé au président de la commission des sanctions, du rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur datées du 27 septembre 2013;

Après avoir pris connaissance du rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur ;

Après avoir pris connaissance des observations écrites déposées par X le 12 février 2014 et le 31 mars 2014 ;

Après avoir pris connaissance de la position de X, assisté de son conseil, lors de l'audition du 23 avril 2014 ;

## I. Contexte factuel tel qu'il ressort du dossier

1. X est le [...] de l'un des fondateurs de la société Y, société [...] de droit belge cotée sur Nyse Euronext Brussels. A ce titre, X détient une participation historique importante dans la société Y (plus de 100.000 actions au moment des faits, d'après les déclarations de X). Ces titres sont inscrits sur des comptes ouverts auprès de différents établissements de crédit (dont BGL BNP Paribas Luxembourg et Keytrade Bank), dont X est titulaire ou co-titulaire avec certains membres de sa famille. Un des comptes titres (ouvert auprès de Keytrade Bank) est destiné à des opérations à court terme. Une partie de la participation dans Y détenue par X et certains membres de sa famille est par ailleurs logée dans une société de droit des Iles Vierges britanniques, la société Z, dont X est le mandataire.
2. X décrit son profil d'investisseur comme étant « balancé à défensif » notamment en raison du fait qu'il gère le portefeuille de certains membres de sa famille en cherchant à en conserver le capital tout en obtenant un rendement.
3. X est administrateur non exécutif de Y depuis [...]. X est également membre du comité d'audit, de rémunération et de nomination de la société.
4. Le [...] octobre 2011, Y publia ses résultats pour le troisième trimestre de l'exercice 2011 (pièce B9 en annexe au rapport de l'auditeur). Le chiffre d'affaires des neuf premiers mois était en hausse de 11,2% par rapport à la même période en 2010. Le chiffre d'affaires du troisième trimestre était, quant à lui, en hausse de 9,8% par rapport au chiffre d'affaires du troisième trimestre de 2010. Le REBITDA et le REBIT<sup>1</sup> des neuf premiers mois de 2011 étaient également en hausse (à concurrence respectivement de 28,6% et de 59,8%) par rapport aux neuf premiers mois de 2010. Pour le seul troisième trimestre de 2011, le REBITDA et le REBIT étaient également en hausse à concurrence de 9,7% et de 19,8% par rapport au troisième trimestre de 2010.
5. Le communiqué de presse publié le [...] octobre 2011 était dès lors positif et confiant en termes de perspectives futures. Ainsi, Y indiqua qu'elle s'attendait à ce que les résultats d'exploitation du quatrième trimestre 2011 soient conformes, à périmètre comparable, à ceux de la même période en 2010 (pièce B9 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 12), soit concrètement un REBITDA attendu pour le quatrième trimestre 2011 de 27,5 M. EUR.
6. Avec un REBITDA attendu pour le quatrième trimestre à concurrence de 27,5 M. EUR, Y annonçait ainsi s'attendre à un REBITDA pour l'ensemble de l'année 2011 de 191,7 M. EUR.

---

<sup>1</sup> A propos de ces notions, l'auditeur fournit les explications suivantes dans son rapport (page 47) : le REBITDA et le REBIT sont des variantes des notions d'EBIT et d'EBITDA :

- EBIT est l'acronyme de *Earnings Before Interests and Taxes*. L'EBIT traduit le résultat avant intérêts et impôts. Il correspond au bénéfice ou à la perte opérationnel(le);
- EBITDA est l'acronyme de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortization*. Il correspond au bénéfice ou à la perte opérationnel(le), plus amortissements, pertes de valeur et provisions. L'impact de ces derniers éléments, qui ne donnent pas lieu à des mouvements de trésorerie, n'est donc pas reflété dans l'EBITDA. L'EBITDA traduit donc la différence entre les revenus et les charges de l'entreprise.

Le REBIT et le REBITDA correspondent aux deux notions ci-dessus, compte non tenu des éléments jugés non récurrents. En l'espèce, les éléments non récurrents sont les éléments liés aux restructurations, aux pertes de valeur, aux litiges et autres produits et charges, qui ne sont pas en rapport avec les activités normales de la société.

7. Le [...] décembre 2011, une réunion du conseil d'administration de Y eut lieu, portant notamment sur les points suivants : « *business update* » et « *budget 2012 – approval* » (pièce 34.2 en annexe au rapport de l'auditeur). X participa à cette réunion (pièce 34.1. en annexe au rapport de l'auditeur).

8. A cette occasion, les membres du conseil d'administration, dont X, furent informé que l'objectif pour l'ensemble de l'année 2011 ne portait plus que sur un REBITDA de 190 M. EUR - ce qui correspondait à une estimation de 25,8 M. EUR pour le quatrième trimestre 2011.

Lors de la réunion du [...] décembre 2011, le conseil d'administration approuva également le budget pour 2012. Ce budget envisageait un REBITDA de 182 M. EUR, compte tenu de coûts d'investissement uniques de 11 M. EUR, soit un REBITDA en ligne avec celui réalisé en 2011 (hors ces coûts d'investissement). Dans le document soumis au conseil d'administration, le REBITDA pour 2011 était encore évalué à 192 M. EUR, en ligne avec les prévisions qui avaient été communiquées au marché en octobre. Lors de la réunion, il fut pourtant précisé que l'objectif était un REBITDA de 190 M. EUR pour l'ensemble de 2011. Un administrateur observa dès lors, lors de la réunion, que le budget présenté pouvait être considéré comme « *ambitious in view of the current economic situation* ».

Au cours de la réunion du conseil d'administration, l'impact sur le REBITDA de certains événements qui pourraient se produire en 2012 fut exposé par A (CEO de Y) et par B (CFO de Y). A indiqua en particulier que l'évolution négative du marché [...] ainsi que la diminution des volumes dans le segment [...] et [...] pourraient influencer négativement le REBITDA 2012 jusqu'à 18 M. EUR (pièce 34.2 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 2).

Ces informations pessimistes ne furent pas communiquées au marché. Le communiqué suivant ne fut en effet diffusé qu'à la mi-février 2012 (publication des résultats pour l'exercice 2011 le [...] février 2012).

9. Entre fin décembre 2011 et fin janvier 2012, le cours de l'action Y connut une hausse très importante [...] et ce, sans explication apparente.

10. Fin janvier et début février 2012, X effectua plusieurs opérations de vente d'actions Y, via le compte ouvert auprès de BGL BNP Paribas Luxembourg, pour compte de Z :

- vente de 3.000 actions Y le 26 janvier 2012 à 25,11 EUR;
- vente de 3.000 actions Y le 31 janvier 2012 à 26 EUR;
- vente de 2.500 actions Y le 2 février 2012 à 27,30 EUR.

soit un montant total de 221.580 EUR (hors frais).

Par ailleurs, le 2 février 2012, X vendit pour compte propre 360 actions Y via le compte ouvert auprès de Keytrade Bank à un cours de 27,30 EUR, soit une opération portant au total sur 9.828 EUR (hors frais).

11. Les opérations sur le compte BGL BNP Paribas Luxembourg furent introduites par téléphone. Lors des conversations avec le trader de la banque, X se montra partagé entre sa volonté de vendre des titres Y et l'opportunité d'attendre avant de vendre compte tenu du fait que le cours de l'action montait, ce que X ne s'expliquait pas.

Ceci ressort clairement d'une conversation entre X et le trader de la banque le 27 janvier 2012 à 13h11 (pièces 52.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

12. Lors de ses contacts téléphoniques avec le trader de la banque, X se montra par ailleurs préoccupé par le mode de communication utilisé avec ce dernier. Cette préoccupation ressort clairement de la conversation téléphonique susmentionnée du 27 janvier 2012 (pièces 52.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

13. Le 14 février 2012, X participa, de 9h30 à 12h30, à une réunion du comité d'audit de Y (pièce 4.2. en annexe au rapport de l'auditeur). En vue de cette réunion, X reçut, le 10 février 2012, un « *information*

pack » comprenant un document de 66 pages intitulé « *Financial Results December 2011* » comportant l'ensemble des chiffres clés pour le quatrième trimestre 2011 et pour l'exercice 2011, de même qu'un projet de communiqué de presse (pièce 4.5.3 en annexe au rapport de l'auditeur).

14. Lors de la réunion du comité d'audit, B, CFO, indiqua que le REBITDA pour l'ensemble de l'exercice 2011 avait progressé de 20,6% par rapport à l'année précédente et s'établissait à 187 M. EUR (pièce 4.3. en annexe au rapport de l'auditeur, p. 2).

La réalisation d'un tel REBITDA inférieur aux attentes était la conséquence d'un résultat d'exploitation décevant au quatrième trimestre 2011, influencé par un REBITDA des activités des filiales C et D en baisse de 20,7% (pièce 4.3. en annexe au rapport de l'auditeur, p. 3).

15. Interrogé sur les attentes des analystes, B précisa : "(..) *analyst expect [2011] REBITDA at a level of 192-193 million EUR, considerably higher than the realised REBITDA. The negative trend on the fourth quarter result could potentially also come as a surprise leading analysts to review downwards the expected earnings per share and stock price.*" (pièce 4.3. en annexe au rapport de l'auditeur, p. 4).

16. Le comité d'audit approuva également un projet de communiqué prudent pour les perspectives de l'année 2012, qualifiée d'année de transition (pièce 34.4.5 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 11).

17. Le 14 février 2012 à 13h06, soit immédiatement après cette réunion du comité d'audit, X contacta BGL BNP Paribas Luxembourg par téléphone pour donner instruction de vendre 2.500 actions Y (pièces 13.1.1 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

18. L'ordre de vente fut exécuté le 14 février à un cours de 26,27 EUR.

19. Plus tard dans la journée, X introduisit également, via Keytrade Bank, un ordre de vente portant sur 200 actions Y. Cet ordre fut exécuté en quatre fois à un cours de 26,08 EUR.

20. Le lendemain, soit le 15 février 2012, de 9h30 à 13h10, X participa à une réunion du conseil d'administration de Y au cours de laquelle les résultats de l'année 2011 furent approuvés, de même que le contenu du communiqué de presse et les « *key notes* » publiés le [...] février 2012 (pièce 50.2 en annexe au rapport de l'auditeur).

A l'occasion de cette réunion, X ne reçut pas d'information complémentaire par rapport à celle reçue la veille.

Au cours de la réunion, A, CEO de Y indiqua que le budget du premier trimestre 2012 était inférieur à celui du premier trimestre de 2011, ce qui pourrait décevoir les attentes des analystes (pièce 50.1 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 2). B, CFO de la société, commenta les résultats pour l'ensemble de l'exercice 2011, avec un REBITDA en hausse de 20,6% par rapport à l'année précédente et un bénéfice deux fois plus élevé. B commenta cependant également les résultats du dernier trimestre 2011 qu'il qualifia de décevants (« *disappointing* ») (pièce 50.1 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 3).

X participa ensuite au lunch organisé à l'issue de la réunion du conseil d'administration.

21. A la sortie de ce lunch, soit le 15 février 2012, à 14h58, X prit contact avec BGL BNP Paribas Luxembourg par téléphone pour donner instruction de vendre 2.500 actions Y (pièces 13.1.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

22. L'ordre de vente fut exécuté le 15 février à un cours de 26,34 EUR.

23. Le [...] février, Y publia ses résultats pour le dernier trimestre 2011 et pour l'ensemble de l'exercice 2011, annonçant un chiffre d'affaires en hausse pour le quatrième trimestre 2011, mais une diminution du REBITDA de 16,4% et du REBIT de 59,6% (pièce 2.3. en annexe au rapport de l'auditeur). Le communiqué mentionnait un REBITDA pour l'ensemble de l'année de 187 M. EUR. Comme convenu [...]

plus tôt lors du comité d'audit, le communiqué se montra prudent pour ce qui concerne les perspectives pour l'année 2012, qualifiée d'année de transition.

24. Suite à la publication de ces résultats le [...] février 2012, le cours de l'action clôtura en baisse de 9,4% par rapport au cours de clôture de la veille et ce, après une période de deux mois de hausse<sup>2</sup>.

25. Faisant suite à une demande de l'auditeur, X transmet un relevé de toutes les transactions passées entre le 1<sup>er</sup> juin 2011 et le 31 mai 2012 via les comptes-titres dont il est titulaire ou co-titulaire (pièces 7.1. à 7.5. en annexe au rapport de l'auditeur). L'auditeur synthétisa dans un tableau les transactions sur actions Y au cours de cette période (annexe au rapport de l'auditeur).

26. Aucune de ces transactions ne fit l'objet d'une notification à la FSMA.

## II. Notification des griefs par le comité de direction

27. Le 10 décembre 2013, le comité de direction de la FSMA a décidé d'engager à l'encontre de X une procédure d'amende administrative.

28. Le comité de direction a relevé que l'auditeur avait constaté dans son rapport :

*" X est, en tant que personne physique, soumis aux interdictions formulées par l'article 25, § 1er, 1°, de la loi du 2 août 2002.*

*X disposait, avant les deux séries d'opérations de vente litigieuses, d'une information privilégiée concernant l'action Y.*

*Alors qu'il savait nécessairement que l'information négative dont il disposait avait un caractère privilégié, X a,*

*➤ le 25 janvier 2012, à 19h19 (instruction ayant également fait l'objet d'un entretien téléphonique le 26 janvier à 9h16 avec BGL BNP Paribas Luxembourg : 3.000 actions), le 31 janvier à 9h44 (via BGL BNP Paribas Luxembourg : 3.000 actions), puis le 2 février 2012, à 12h04 (via BGL BNP Paribas Luxembourg : 2.500 actions) et à 11h58 (via Keytrade Bank : 360 actions) donné des instructions ou introduit [...] des ordres en vue de la vente d'actions Y. Ces instructions et ordres ont été exécutés intégralement;*

*➤ le 14 février 2012, à 13h06 (via BGL BNP Paribas Luxembourg : 2.500 actions), et à 18h13 (via Keytrade Bank : 200 actions), puis le 15 février 2012, à 14h50 (via BGL BNP Paribas Luxembourg : 2.500 actions), donné des instructions ou introduit [...] des ordres en vue de la vente d'actions Y. Ces instructions et ordres ont été exécutés intégralement.*

*Il y a donc lieu de conclure qu'à l'occasion de chacune des opérations précitées, X a commis un manquement à l'article 25, § 1er, 1°, a), de la loi du 2 août 2002."*

29. Le comité de direction a encore relevé que l'auditeur avait constaté qu'au " cours d'une période d'un an, du 1<sup>er</sup> juin 2011 au 31 mai 2012, X s'est personnellement retrouvé, à 37 reprises, dans la situation de devoir notifier des opérations de vente, achat ou souscription en actions Y à la FSMA." et que " X n'a, au cours de la période précitée, notifié aucune opération à la FSMA." . L'auditeur en a conclu que X a "au cours

<sup>2</sup> Cours de l'action Y le [...] février 2002 (source : www.euronext.com)

date	ouverture	haut	bas	fermeture	nombre de titres	capitaux
[...]/02/2012	25	25	22,9	23,85	405.816	9.810.826,76

de cette période, commis des manquements répétés et systématiques à l'article 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002".

30. Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations à titre de griefs dans le chef de X et a proposé l'imposition d'une amende de 100.000 EUR.

Conformément à l'article 71, § 2 de la loi du 2 août 2002, le comité de direction a adressé à X, le 13 décembre 2013, la notification des griefs retenus dans son chef, ainsi que la proposition de sanction qu'il a adressée à la commission des sanctions.

31. Pour le manquement d'initié et en ce qui concerne le montant de l'amende à infliger de ce chef, le comité de direction a retenu les considérations suivantes :

- la fonction exercée par X et le nombre des ventes qu'il a réalisées en possession d'une information privilégiée; ce nombre établissant qu'il s'agit d'actes raisonnés ;
- la circonstance aggravante constituée par la dissimulation des transactions réalisées pour partie à l'étranger et non notifiées à la FSMA;
- le but dissuasif de la sanction; ce but ne pouvant être atteint que si le montant de l'amende excède celui du gain réalisé par l'opération d'initié et est suffisamment significatif pour sanctionner une atteinte à l'intégrité des marchés et à la confiance légitime que les investisseurs doivent pouvoir avoir en ces derniers;
- le montant de l'avantage patrimonial retiré de la transaction, celui-ci étant évalué par l'auditeur à 33.799 EUR.

Eu égard au fait que la non-déclaration des transactions a été retenue comme circonstance aggravante pour la détermination de l'amende principale, le comité de direction a demandé à la commission des sanctions de constater le manquement, mais de ne pas imposer d'amende séparée pour le manquement aux dispositions préventives des manquements d'initié.

32. En ce qui concerne la publication nominative de la sanction, eu égard aux fonctions exercées par X, à savoir membre du conseil d'administration, du comité d'audit et du comité de nomination et de rémunération de la société cotée dont les titres ont été négociés irrégulièrement, au caractère répétitif des actes litigieux et à leur dissimulation, le comité de direction a estimé qu'il était justifié de demander la publication nominative de la sanction car cette publication ne risque pas de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause.

33. Le manquement à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a) de la loi du 2 août 2002 étant susceptible de constituer une infraction sanctionnée pénalement par l'article 40 de la même loi, le comité de direction devait transmettre la notification des griefs au procureur du Roi de Bruxelles (article 71, § 5 de la loi du 2 août 2002). Le comité de direction a toutefois décidé de ne pas faire usage de la possibilité que lui donne l'article 71, § 5 de la loi du 2 août 2002 de rendre publique sa décision de transmettre la notification des griefs au procureur du Roi. Cette décision était motivée par la considération qu'il n'y a pas de circonstances spécifiques qui justifient que la FSMA prenne l'initiative d'une telle publication.

### III. Appréciation par la commission des sanctions

#### 1. Rappel des dispositions légales applicables

34. Les griefs notifiés par le comité de direction concernent d'éventuelles infractions aux articles 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), et 25bis, §2 de la loi du 2 août 2002, cette seconde infraction étant retenue par le comité de direction comme circonstance aggravante de la première.

35. En vertu de l'article 25, §1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a) de la loi du 2 août 2002, « *il est interdit à toute personne :*

1° qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié :

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

36. En vertu de l'article 25, § 3, 1° et 2°, de la loi du 2 août 2002, cette interdiction s'applique aux actes qui concernent des instruments financiers qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé belge, que les actes en question soient accomplis en Belgique ou à l'étranger, de même qu'aux actes qui concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé étranger, pour autant que les actes en question soient exécutés en Belgique.

37. On entend par information privilégiée *« toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés »* (art. 2, 14°, de la loi du 2 août 2002).

38. L'article 2, 14°, alinéas 4 et 5, de la loi du 2 août 2002 explicite les notions de caractère sensible et de caractère précis de l'information :

(i) aux termes de l'alinéa 4, *« 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 »*;

(ii) aux termes de l'alinéa 5, *« l'information visée aux alinéas 1<sup>er</sup>, 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 »*.

39. En vertu de l'article 25bis, §2 de la loi du 2 août 2002, *« les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur qui a son siège statutaire en Belgique et dont les instruments sont admis aux négociations sur un marché réglementé belge ou étranger ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un tel marché, et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, notifient à la FSMA les opérations effectuées pour leur compte propre et portant sur les actions dudit émetteur ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à celles-ci. (...) Le Roi, sur avis de la FSMA, détermine le délai de notification, ainsi que les conditions auxquelles la notification peut être reportée jusqu'au 31 janvier de l'année suivante. Il arrête en outre les modalités de la notification, notamment son contenu et la manière dont elle doit être effectuée, ainsi que la façon dont le public peut avoir accès à l'information sur les opérations notifiées. (...) »*

40. Le champ d'application de cette disposition, quant aux personnes visées, est précisé comme suit par la loi du 2 août 2002 :

- L'article 2, 22°, précise que l'on entend par « personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur » : *« une personne qui est*
  - a) *un membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance d'un émetteur d'instruments financiers;*
  - b) *un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au point a), dispose d'un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise de cet émetteur. »*

- L'article 2, 23°, précise ce qu'il y a lieu d'entendre par « *personne étroitement liée à une personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur d'instruments financiers* »:
  - a) *le conjoint de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes, ou tout autre partenaire de cette personne considéré par la loi comme l'équivalent du conjoint;*
  - b) *les enfants légalement à charge de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes;*
  - c) *tout autre parent de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes qui partage le même domicile depuis au moins un an à la date de l'opération concernée;*
  - d) *toute personne morale, fiducie ou autre trust, ou partnership dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 22° du présent article ou aux points a), b) et c) du présent point, ou qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, ou qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne. »*

41. L'arrêté royal du 5 mars 2006 précise en son article 13 l'obligation de notification incombant aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes: « *L'obligation de notification visée à l'article 25bis, § 2, de la loi doit être rencontrée au plus tard dans les cinq jours ouvrables suivant l'exécution de l'opération concernée.*

*Par dérogation à l'alinéa 1er, la notification peut toutefois être reportée aussi longtemps que le montant total des opérations effectuées durant l'année civile en cours ne dépasse pas le seuil de cinq mille euros. En cas de dépassement de ce seuil, toutes les opérations effectuées jusque-là sont notifiées dans les cinq jours ouvrables suivant l'exécution de la dernière opération.*

*Si le montant total des opérations est resté en dessous du seuil de cinq mille euros durant une année civile entière, les opérations concernées sont notifiées avant le 31 janvier de l'année suivante.*

*Le montant total des opérations s'obtient en additionnant l'ensemble des opérations pour compte propre de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein de l'émetteur et l'ensemble des opérations pour compte propre des personnes ayant un lien étroit avec celle-ci ».*

42. Tout manquement aux articles 25, 1<sup>er</sup>, 1°, a) et 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002 peut donner lieu à l'imposition d'une amende administrative sur pied de l'article 36, § 2, de la loi du 2 août 2002.

## 2. Allégations d'irrégularités procédurales

43. X estime que la procédure dont il a fait l'objet est frappée de plusieurs vices de forme et de fond, lesquels seraient de nature à « rendre l'instruction nulle et de nuls effets » (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 17).

44. X critique tout d'abord la procédure menée à son encontre, estimant que l'auditeur n'a pas instruit le dossier à charge et à décharge comme le prévoit la réglementation.

L'article 70 de la loi du 2 août 2002 dans sa version applicable en l'espèce ne prévoit pas que l'auditeur doit instruire à charge et à décharge. L'article 70 de la loi du 2 août 2002 a en effet été modifié sur ce point par la loi du 2 juillet 2010<sup>3</sup>. Comme indiqué dans les travaux préparatoires de cette loi, « *cette étape (l'instruction à charge et à décharge) avait été rendue nécessaire par le fait que le comité de direction se prononçait à la fois sur l'ouverture des poursuites et sur l'imposition des sanctions. La procédure mise en place par le législateur en 2010 distinguait trois étapes: l'enquête non contradictoire comme en matière*

---

<sup>3</sup> Loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, ainsi que la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque Nationale de Belgique, et portant des dispositions diverses.



*judiciaire, l'ouverture des poursuites décidées par le comité de direction et enfin la décision de la commission des sanctions à l'issue d'une procédure contradictoire* »<sup>4</sup>. Cette disposition modifiée est entrée en vigueur le 15 juillet 2011 et est applicable en l'espèce.

Le fait que la loi ne prévoit plus que l'auditeur doit instruire à charge et à décharge ne signifie pas que l'enquête devrait être dirigée uniquement à charge. Pour établir son rapport, les éléments éventuels à décharge doivent être pris en compte par l'auditeur qui doit exercer ses fonctions de manière objective et impartiale en ayant égard au respect des droits de la défense.

45. X affirme dans ses observations écrites que les éléments à décharge auraient été écartés de manière systématique par l'auditeur, citant toute une série d'informations transmises par Y ou par les banques interrogées (pages 6 et 7 des observations écrites de X du 12 février 2014).

La commission des sanctions ne peut suivre ce raisonnement. Le fait que certains documents ou certains témoignages ne comportent pas d'éléments à charge de X n'implique pas qu'ils contiennent des éléments à décharge. Dans une enquête, toutes les pistes doivent être examinées et il arrive que certaines d'entre elles n'apportent pas d'éléments probants à charge sans pour autant affaiblir les autres éléments à charge de la personne concernée.

La commission estime dès lors que l'auditeur a mené son enquête de manière objective et impartiale, en ayant égard au respect des droits de la défense.

46. X affirme également que certaines mesures d'enquête sont illégales et que certaines informations ont été récoltées par l'auditeur de manière irrégulière.

X reproche à l'auditeur d'avoir outrepassé les limites de sa saisine, telle que libellée dans le premier acte d'ouverture d'enquête, lequel lui a été notifié le 27 juin 2012. Il lui reproche plus particulièrement de lui avoir demandé toute une série d'informations qui n'étaient pas liées, d'après lui, aux faits qui faisaient l'objet de la saisine (via un courrier du 27 juin 2012, pièce 5 en annexe au rapport de l'auditeur). Il reproche également à l'auditeur d'avoir demandé des informations qui ne faisaient pas l'objet de l'enquête à BGL BNP Paribas Luxembourg, à la Banque Degroof, à Keytrade Bank, à ING Belgique et à Axa Bank (pièces 8, 14, 16, 18, 20, et 22 en annexe au rapport de l'auditeur). X semble contester également une demande d'informations adressée à BGL BNP Paribas Luxembourg via un courrier du 7 juin 2012 à la Commission de surveillance du secteur financier (en l'espèce la communication des enregistrements téléphoniques entre X et le trader de la banque) alors que l'enquête n'avait pas encore été ouverte (pièce 12.2 en annexe au rapport de l'auditeur).

Ces reproches ne sont pas fondés.

La procédure de sanction, telle qu'organisée par le législateur dans le cadre du traitement du présent dossier, comporte plusieurs phases : (1) la phase d'information visant à détecter les pratiques susceptibles de faire l'objet d'une amende administrative et à procéder à certaines vérifications quant à la pertinence des premiers éléments récoltés (2) l'ouverture d'une enquête par l'auditeur, (3) l'enquête par l'auditeur, c'est-à-dire l'examen des pratiques constatées, en fait et en droit, (4) la notification des griefs par le comité de direction, et (5) la décision de la commission des sanctions.

L'auditeur doit décider de l'ouverture d'une enquête et cette décision est le plus souvent prise sur la base des informations transmises par les services de la FSMA. Les dossiers transmis par ces services donnent généralement lieu à des devoirs d'information complémentaires, préalablement à une éventuelle décision d'ouverture d'enquête par l'auditeur au sens de l'article 70, § 1<sup>er</sup> de la loi du 2 août 2002. Les devoirs effectués au cours de cette phase d'information, consistent, par exemple, en l'identification des donneurs d'ordres en cas d'opérations suspectes ainsi qu'en une vérification préliminaire des faits. Ce

---

<sup>4</sup> Doc. Parl. Chbre, 52, 2408/001, p. 17.

n'est que lorsque ceux-ci paraissent effectivement susceptibles de donner lieu à l'imposition d'une amende administrative que l'auditeur prend la décision d'ouvrir une enquête<sup>5</sup>. Cette phase préalable permet ainsi d'éviter que des personnes ne subissent une enquête formelle en l'absence de faits susceptibles de donner lieu à une amende administrative.

En l'espèce, avant d'ouvrir formellement une enquête à propos des transactions passées par X les 14 et 15 février 2012, et avant d'étendre sa saisine à la période allant du 1<sup>er</sup> juin 2011 au 31 mai 2012, l'auditeur a accompli des devoirs d'information préalables, se situant lors de la phase (1) de la procédure. Ces devoirs d'information visaient à déterminer s'il existait des éléments suffisants justifiant l'ouverture d'une enquête, puis son extension.

Une fois l'enquête ouverte, l'auditeur a interrogé X et des tiers dans le cadre de son examen en fait et en droit des pratiques concernés. Dans ce cadre, l'auditeur pouvait demander des informations portant sur une période plus large que celle faisant l'objet de l'enquête et ce, aux fins d'examiner notamment la cohérence entre les informations récoltées avec les habitudes de la personne concernée en matière d'investissement.

C'est donc en toute légalité que des informations ont été collectées par l'auditeur préalablement à l'ouverture de l'enquête et à son extension, puis au cours de celle-ci dans le cadre du présent dossier.

Par conséquent, aucune pièce du dossier ne doit être écartée.

47. X reproche également à l'auditeur de ne pas avoir interrogé le trader de BGL BNP Paribas Luxembourg quant à la façon dont les transactions litigieuses ont eu lieu (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 5).

Cependant, une telle audition n'était pas nécessaire en l'espèce dans la mesure où toutes les conversations entre X et le trader ont été enregistrées et retranscrites de manière claire. La commission des sanctions relève par ailleurs que X n'a pas demandé que cette audition fasse l'objet d'un devoir d'enquête complémentaire, comme le permet l'article 26 du règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions.

48. X affirme encore que l'auditeur a commis une infraction à l'article 22 de la Constitution et à la loi du 8 décembre 1992 relative à la protection de la vie privée à l'égard des traitements de données à caractère personnel en demandant à différents opérateurs téléphoniques la communication de ses numéros de téléphone, puis en demandant l'identification des données d'appel (origine ou destination des appels) au cours d'une période donnée. X affirme également que les dispositions légales sur lesquelles l'auditeur s'est basé pour demander ces informations ont été abrogées en 2004.

Ces moyens de défense ne sont pas fondés. La commission des sanctions constate en effet que les dispositions légales sur lesquelles l'auditeur s'est basé pour procéder aux devoirs d'enquête susmentionnés étaient en vigueur lorsqu'ils ont été accomplis, en décembre 2012. Les articles 81, 82 et 84 de la loi du 2 août 2002 ont, certes, été abrogés par l'arrêté royal du 25 mars 2003, mais ils ont ensuite été rétablis par la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes dans des émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant des dispositions diverses.

L'article 81 de la loi du 2 août 2002 permet à l'auditeur de demander, par décision écrite et motivée, à l'opérateur d'un réseau de télécommunication ou au fournisseur d'un service de télécommunication (1°) d'identifier l'abonné ou l'utilisateur habituel d'un service de télécommunication et (2°) de communiquer les données d'identification relatives aux services de télécommunication auxquels une personne déterminée est abonnée ou qui sont habituellement utilisés par une personne déterminée. La loi précise

---

<sup>5</sup> FSMA rapport annuel 2012, p. 48.

que l'auditeur doit indiquer dans sa décision les circonstances de fait qui justifient la mesure prise et qu'il doit tenir compte, pour motiver sa décision, des principes de proportionnalité et de subsidiarité. La commission des sanctions relève que l'auditeur a dûment fourni les informations et motivations requises (pièces 35, 37, 40 et 42 en annexe au rapport de l'auditeur). Ce devoir d'enquête a ainsi permis à l'auditeur de vérifier qu'il était en possession de tous les numéros téléphoniques de X pour pouvoir ensuite, via le second devoir d'enquête, identifier les appels entrant et sortant.

L'article 82 de la loi du 2 août 2002 permet, quant à lui, à l'auditeur, moyennant l'autorisation préalable d'un Juge d'instruction, de demander aux opérateurs téléphoniques, selon les règles prévues à l'article 84 de la même loi, la communication des données d'appel de moyens de télécommunication, ainsi que de l'origine ou de la destination de télécommunications. L'article 84 précise que l'auditeur peut, lorsqu'il estime qu'il existe des circonstances qui rendent ces investigations nécessaires à la manifestation de la vérité, faire procéder, en requérant au besoin le concours technique de l'opérateur d'un réseau de télécommunication ou du fournisseur d'un service de télécommunication, (1°) au repérage des données d'appel de moyens de télécommunication à partir desquels ou vers lesquels des appels ont été adressés et (2°) à la localisation de l'origine ou de la destination de télécommunications. La loi précise que l'auditeur doit indiquer dans sa décision les circonstances de fait qui justifient la mesure prise et qu'il doit tenir compte, pour motiver sa décision, des principes de proportionnalité et de subsidiarité. La commission des sanctions constate que l'auditeur a dûment fourni les informations et motivations requises (pièces 44 et 44.1 en annexe au rapport de l'auditeur). En l'occurrence, le devoir d'enquête visait à vérifier si X avait été en contact téléphonique avec une personne mentionnée par Y dans la liste des personnes ayant eu accès à des informations privilégiées.

Le Juge d'instruction saisi de la demande a d'ailleurs autorisé l'auditeur à requérir les informations concernées auprès des opérateurs téléphoniques (pièce 45 en annexe au rapport de l'auditeur).

Le fait que ces devoirs d'enquête n'ont pas révélé des éléments à charge de X (car ils n'ont pas établi que X avait été en contact téléphonique avec la personne identifiée par l'auditeur) ne signifie nullement que ces devoirs d'enquête aient délivré des éléments à décharge de X (voir le point 44 de la présente décision).

49. Dans ses observations écrites, X reproche également à l'auditeur le non-respect de la procédure prévue à l'article 71, §§1 et 2, de la loi du 2 août 2002. L'auditeur aurait plus précisément violé les droits de la défense en ne l'informant pas au terme de son enquête, avant de transmettre ses conclusions au comité de direction. Il reproche encore à l'auditeur de ne pas l'avoir convoqué pour lui permettre de présenter ses observations et de ne pas lui avoir permis de prendre connaissance du dossier dont il faisait l'objet (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 16).

L'auditeur a, conformément à l'article 70, §2, de la loi du 2 août 2002, adressé, le 13 juin 2013, ses constatations provisoires à X, en lui demandant de faire parvenir ses observations dans le mois (pièces 56, 56.1 et 56.1.1. en annexe au rapport de l'auditeur). L'auditeur a également entendu X, en présence de son conseil, le 15 novembre 2012 (pièce 31 en annexe au rapport de l'auditeur).

L'article 71, §§1 et 2, de la loi du 2 août 2002 concerne la phase ultérieure de la procédure, lorsque l'enquête menée par l'auditeur est clôturée et que le comité de direction doit décider s'il notifie ou non des griefs à l'intéressé. L'article 71, §1<sup>er</sup>, tel qu'en vigueur dans le cadre de la présente procédure précise en effet que le comité de direction doit décider des suites qu'il donne au rapport d'enquête de l'auditeur. En l'espèce, le comité de direction délibéra sur les suites à donner au dossier de X en sa séance du 10 décembre 2013. L'article 71, §2, tel qu'en vigueur dans le cadre de la présente procédure, dispose que s'il décide d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une sanction administrative, le comité de direction doit adresser aux personnes concernées une notification des griefs accompagnée du rapport d'enquête. En l'espèce, les griefs ont été notifiés à X par courrier du 13 décembre 2013.

La procédure prévue aux articles 70 et 71 de la loi du 2 août 2002 a donc été respectée.

50. X affirme ne pas avoir reçu certaines pièces de son dossier, soit en l'occurrence (1) la copie du rapport de l'auditeur (laquelle ne se trouvait pas, selon [...], en annexe du courrier du comité de direction par lequel les griefs lui ont été notifiés) et (2) l'inventaire des pièces du dossier (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 12 et 13).

Cependant, dès réception de la lettre du 12 février 2014 de X, le comité de direction a transmis une copie dudit rapport à X. En outre, la commission des sanctions a accordé à X un délai complémentaire aux fins de compléter ses observations écrites et a reporté son audition.

En ce qui concerne l'inventaire des pièces, force est de constater que celui-ci a été remis à X puisqu'il a signé en deux exemplaires (dont un lui fut remis) un accusé de réception des pièces de son dossier comportant en annexe l'inventaire en question.

Par conséquent, à supposer qu'un document ait été omis d'un courrier adressé à X, X a pu en obtenir une copie par la suite et ses droits de défense n'ont pas été violés.

51. X reproche également au comité de direction de ne pas l'avoir convoqué à une audition, ce qui constituerait une infraction à l'article 72, §1<sup>er</sup>, de la loi du 2 août 2002 (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 16).

La loi du 2 août 2002 ne prévoit pas que la personne concernée doit être entendue par le comité de direction. L'article 72, §1<sup>er</sup>, n'est pas pertinent à cet égard puisqu'il prévoit que la personne à laquelle une notification des griefs a été adressée dispose d'un délai de deux mois (prolongeable) pour transmettre au président de la commission des sanctions ses observations écrites sur les griefs. En toute hypothèse, X a été dûment entendu par la commission des sanctions conformément à l'article 72, §3, alinéa 2, de la loi du 2 août 2002. Les droits de la défense ont donc été respectés.

52. X reproche enfin à la commission des sanctions de ne pas l'avoir convoqué à l'audition par le biais du courrier l'invitant à venir chercher les pièces de son dossier ou par un courrier séparé, envoyé à une date rapprochée (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 13).

X a été invité à venir prendre copie des pièces de son dossier par courrier du 17 décembre 2013. X a ensuite été convoqué à une audition par la commission des sanctions par un courrier du 4 février 2014. Dans ce courrier, X fut également informé de la composition de la commission des sanctions.

La convocation à l'audition a donc été transmise à X par une lettre distincte de celle par laquelle X fut invité à prendre copie des pièces de son dossier, conformément à l'article 15 du règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions.

L'invitation à venir prendre copie des pièces du dossier a été transmise à X par un courrier du 13 décembre 2013, soit dans les jours qui ont suivi la saisine de la commission des sanctions. Compte tenu du délai deux mois à compter de la notification des griefs, dont disposait X pour transmettre ses observations écrites conformément à l'article 72, §1<sup>er</sup>, de la loi du 2 août 2002 et nonobstant la possibilité de demander une prolongation de ce délai, il était nécessaire que les pièces du dossier soient mises rapidement à sa disposition pour que X puisse en tenir compte dans la rédaction de ses observations. En revanche, à ce stade de la procédure, il était prématuré de fixer la date d'audition. Le délai de deux mois pour le dépôt des observations écrites pouvait d'ailleurs être prolongé dans les conditions prévues à l'article 13 du règlement d'ordre intérieur. Or, une telle prolongation du délai influence le calendrier de la procédure, soit notamment la date de l'audition. Ceci explique que la convocation à l'audition a été transmise à X par courrier séparé.

Il ressort des considérations qui précèdent que la procédure suivie est respectueuse des droits de défense de X et qu'en tout cas, ceux-ci n'ont pas été violés par la communication ultérieure de la date de l'audition.

53. En conclusion, la commission des sanctions constate qu'aucune des allégations d'irrégularités procédurales invoquées par X n'est fondée.

3. Appréciation des éléments constitutifs d'un manquement à l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), dans le cas d'espèce

54. Les éléments constitutifs du manquement visé sous l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 sont les suivants :

- 1) la personne concernée doit disposer d'une information privilégiée portant directement ou indirectement sur un émetteur ou sur des instruments financiers ;
- 2) cette personne doit avoir acquis ou cédé ou tenté d'acquérir ou de céder les instruments financiers sur lesquels porte l'information privilégiée ;
- 3) les instruments financiers doivent être admis à la négociation sur un marché réglementé belge ou étranger ;
- 4) il faut enfin démontrer que l'intéressé savait ou aurait dû savoir que l'information dont il disposait avait un caractère privilégié.

55. La société Y est une société de droit belge, dont l'action est cotée sur NYSE Euronext Brussels.

Le marché NYSE Euronext Brussels est actuellement, comme à l'époque des faits litigieux, un marché réglementé belge au sens de l'article 2, 5<sup>o</sup> de la loi du 2 août 2002. Les interdictions en matière d'abus de marché sont par conséquent d'application aux opérations en actions Y.

56. X a placé des ordres de vente sur les titres Y :

- les 26 janvier (3.000 actions via BGL BNP Paribas Luxembourg pour compte de Z), 31 janvier (3.000 actions via BGL BNP Paribas Luxembourg pour compte de Z) et 2 février 2012 (2.500 actions via BGL BNP Paribas Luxembourg pour compte de Z et 360 actions pour compte propre via Keytrade Bank), et
- les 14 février (2.500 actions, via BGL BNP Paribas Luxembourg pour compte de Z et 200 actions pour compte propre via Keytrade Bank) et 15 février 2012 (2.500 actions via BGL BNP Paribas Luxembourg pour compte de Z).

57. La circonstance qu'une partie de ces opérations ait été réalisée pour le compte d'une personne morale (Z) et non pour compte propre est sans incidence. En effet, l'interdiction formulée par l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 s'applique tant aux opérations pour compte propre qu'aux opérations pour compte d'autrui.

En l'espèce, les éléments mis au jour par l'enquête attestent de ce que X a pris seul la décision de vendre des actions pour compte de Z - société pour laquelle X disposait d'un pouvoir de signature individuel. Pour le surplus, X est, avec des membres de sa famille, bénéficiaire économique de cette société de droit des Iles Vierges britanniques.

58. Il convient de déterminer si l'information dont disposait X avant chacune des opérations de vente d'actions Y susmentionnées doit être qualifiée d'information privilégiée. Cette information peut être résumée comme suit :

- Avant les opérations de vente des 26 janvier, 31 janvier et 2 février 2012, X disposait de l'information communiquée aux administrateurs de Y à l'occasion de la réunion du conseil d'administration du 22 décembre 2011. En particulier, X était en possession des informations suivantes :

- a) L'estimation de résultat pour l'ensemble de l'année 2011 ne portait plus que sur un REBITDA de 190 M. EUR (ce qui correspondait à un objectif de 25,8 M. EUR pour le quatrième trimestre), soit un résultat inférieur aux prévisions formulées par la société lors de la publication des résultats du troisième trimestre 2011, le [...] octobre 2011, et donc un résultat inférieur aux attentes des analystes. Ce point fit l'objet d'un « *business update* » au cours de la réunion du conseil d'administration du 22 décembre 2011.
  - b) Le budget 2012, tel qu'approuvé lors du conseil d'administration, envisageait un REBITDA de 182 M. EUR pour 2012, compte tenu de coûts d'investissement uniques de 11 M. EUR. Ce budget tablait sur un REBITDA en ligne avec celui réalisé en 2011. Cependant, dans le document soumis au conseil, le REBITDA pour 2011 était encore évalué à 192 M. EUR, en ligne avec les prévisions communiquées en octobre au marché. Or, l'objectif était passé entre-temps à un REBITDA de 190 M. EUR pour l'ensemble de 2011, ce qui venait de faire l'objet du « *business update* » à l'attention des administrateurs. Un administrateur avait d'ailleurs observé, lors de la réunion, que le budget présenté pouvait être considéré comme « *ambitious in view of the current economic situation* »;
  - c) Certains événements pourraient avoir un impact négatif sur le REBITDA en 2012 (évolution négative du marché [...] et diminution des volumes dans le segment [...] et [...]) à concurrence de 18 M. EUR.
- Avant l'opération de vente du 14 février 2012, X disposait de l'information communiquée aux membres du comité d'audit de Y à l'occasion de la réunion du même jour. Avant l'opération du 15 février 2012, X disposait en outre de l'information communiquée aux administrateurs lors de la réunion qui s'était tenue le matin-même. L'information communiquée à X en préparation de ces deux réunions et au cours de celles-ci était substantiellement la même et portait principalement sur les éléments suivants :
- a) le REBITDA pour l'ensemble de l'exercice 2011 s'établissait finalement à 187 M. EUR. Bien qu'il ait progressé par rapport à l'année précédente, ce résultat était inférieur aux attentes, les analystes tablant sur un montant de l'ordre de 192-193 M. EUR. La réalisation d'un REBITDA inférieur aux attentes était la conséquence d'un résultat d'exploitation décevant au quatrième trimestre 2011.
  - b) Y se montrait prudente en ce qui concerne ses perspectives pour l'année 2012, qualifiée d'année de transition.
  - c) Lors de la réunion du comité d'audit du 14 février, le CFO, B, avait indiqué : « *analyst expect REBITDA at a level of 192-193 million EUR, considerably higher than the realised REBITDA. The negative trend on the fourth quarter result could potentially also come as a surprise leading analysts to review downwards the expected earnings per share and stock price* ».

59. Ces informations dont disposait X étaient, à l'époque, non publiques. Entre le [...] octobre 2011 (communication des résultats du troisième trimestre 2011) et le [...] février 2012 (communication des résultats du quatrième trimestre 2011 et de l'ensemble de l'exercice 2011 et perspectives pour 2012), Y n'a en effet diffusé aucun communiqué sur sa situation financière.

X estime que si le critère "information non rendue publique" devait être le critère de base, X ne serait jamais autorisé à effectuer des transactions, car X reçoit presque en permanence des informations qui ne sont pas divulguées au public. X estime [être] dès lors discriminé par rapport aux autres actionnaires et que ses droits d'actionnaire sont violés.

Ce raisonnement ne peut être suivi: toute information non publique ne constitue pas nécessairement une information privilégiée. De même, toutes les informations que X reçoit dans le cadre de ses fonctions au sein de Y ne constituent pas nécessairement des informations privilégiées. Le fait qu'une information soit

non publique ne suffit pas à la qualifier de privilégiée. Encore faut-il que les autres éléments de la définition soient rencontrés et, notamment que l'information soit précise et susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés.

60. Il ne fait pas de doute que les informations dont disposait X concernaient, directement ou indirectement, un émetteur d'instruments financiers ou un instrument financier. En l'occurrence, ces informations portaient sur les résultats de la société Y.

61. Par ailleurs, les informations dont disposait X étaient précises. En vertu de l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002, une information est réputée "à caractère précis" "si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira 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 ».

Une information est précise si elle est présente un degré suffisant de matérialité, c'est-à-dire si elle s'appuie sur des éléments de preuve stables et objectifs. Ainsi, de simples rumeurs, spéculations ou de vagues indications ne constituent pas une information précise.

En l'espèce, les informations dont disposait X lors des transactions ne s'appuyaient pas sur de simples rumeurs. X, que l'on peut qualifier d'initié primaire au sein de Y, avait reçu ces informations lors de réunions du comité d'audit et du conseil d'administration de Y, en sa qualité d'administrateur et de membre du comité d'audit. Ces informations avaient par ailleurs été commentées, tantôt par le CEO de Y, A, tantôt par le CFO, B. Il s'agissait donc d'informations particulièrement fiables.

62. L'information doit par ailleurs être suffisamment précise que pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à son effet possible sur le cours des instruments financiers concernés.

En l'occurrence, les informations dont disposait X portaient sur le REBITDA de Y pour le quatrième trimestre 2011 et plus largement pour l'ensemble de l'exercice 2011, de même que sur le budget et donc les perspectives pour 2012.

La commission des sanctions relève que le REBITDA constitue une information centrale dans la communication de Y sur ses résultats d'exploitation. Une baisse du REBITDA est susceptible d'avoir un impact direct sur l'estimation de la valeur de l'entreprise par les analystes et sur les objectifs de cours formulés par ceux-ci. En outre, en raison du caractère cyclique de l'activité de Y, les analystes qui suivent la société sont particulièrement attentifs à l'évolution du REBITDA, sur base trimestrielle, d'une année à l'autre. De même, le budget pour l'exercice suivant et les perspectives pour cet exercice sont également des informations scrutées par les analystes puisqu'elles permettent d'établir des prévisions sur l'évolution de la société au cours des 12 mois qui suivent.

En l'espèce, suite à la publication des résultats du troisième trimestre 2011, le [...] octobre 2011, le marché s'attendait à ce que le REBITDA du quatrième trimestre 2011 soit conforme à celui du quatrième trimestre 2010, ce qui correspondait concrètement à un REBITDA de 27,5 M. EUR. En conséquence, les prévisions du marché sur l'ensemble de l'exercice 2011 portaient sur un REBITDA de 191,7 M. EUR.

Or, à partir du mois de décembre 2011, il ressortait des informations communiquées en interne à X que l'objectif de résultat pour l'ensemble de l'année 2011 ne portait plus que sur un REBITDA de 190 M. EUR, ce qui correspondait à un objectif de 25,8 M. EUR pour le quatrième trimestre. La clôture de l'exercice 2011 était alors très proche, de sorte que cette estimation était particulièrement fiable. En décembre, le conseil d'administration envisageait par ailleurs un budget 2012 qui était ambitieux compte tenu des dernières prévisions de REBITDA pour 2011. Or, les administrateurs venaient d'être informés de l'impact négatif sur le REBITDA que pourraient avoir certains événements en 2012.

Deux mois plus tard, en février 2012, il ressortait des informations communiquées en interne à X que le REBITDA pour l'ensemble de l'exercice 2011 s'établissait finalement à 187 M. EUR. Les perspectives pour l'année 2012, qualifiée d'année de transition, étaient donc prudentes.

Ces informations disponibles en interne ne correspondaient donc pas aux attentes des analystes. Ceci fut mis en exergue lors de la réunion du conseil d'administration du 22 décembre 2011, lors de laquelle A, CEO précisa que le REBITDA « *is slightly below the financial analyst expectations* ». Le 14 février 2012, le CFO, B fut plus clair encore lors du comité d'audit : « *analyst expect REBITDA at a level of 192-193 million EUR, considerably higher than the realised REBITDA. The negative trend on the fourth quarter result could potentially also come as a surprise leading analysts to review downwards the expected earnings per share and stock price* ».

Tout investisseur raisonnable pouvait donc tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces informations sur le cours de l'action Y. En l'occurrence, ces informations étaient de nature à faire baisser le cours. Or, de manière inexplicée, le cours de l'action était en hausse depuis la fin du mois de décembre 2011. Dans ce contexte haussier, l'effet à la baisse sur le cours était encore d'autant plus probable.

63. La définition de l'information privilégiée requiert enfin que l'information soit susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés. L'article 2, 14°, de la loi du 2 août 2002 dispose qu'une information est considérée comme susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers lorsqu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser cette information en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

Contrairement à ce qu'affirme X dans ses observations écrites, il faut, pour apprécier le caractère sensible d'une information, se replacer au moment où la transaction litigieuse a eu lieu. Il n'est pas requis que l'impact attendu de l'information se soit effectivement vérifié ensuite. Ce principe est confirmé tant par la doctrine que par la jurisprudence<sup>6 7 8</sup>, en ce compris celle de la FSMA<sup>9</sup>. L'appréciation a priori du caractère sensible de l'information n'est pas « *conditionnelle et parfaitement aléatoire* » comme le prétend X dans ses observations écrites, que du contraire puisqu'une telle appréciation a priori conduit à se replacer exactement dans les conditions dans lesquelles se trouvaient les protagonistes au moment des faits pour qualifier l'information.

En l'occurrence, il est établi (point 62 ci-dessus) que les informations dont disposait X étaient précises dans la mesure où il était possible de tirer de ces informations une conclusion quant à leur impact sur le cours de l'action Y. Le caractère sensible de ces informations est également établi puisque tout investisseur raisonnable en aurait tenu compte pour prendre sa décision d'investissement ou, en l'occurrence, de désinvestissement.

Au demeurant, sans préjudice au fait que le caractère sensible de l'information doit s'apprécier a priori, en l'espèce, la publication des résultats annuels et trimestriels de Y, le [...] février 2012, a eu un impact très significatif sur le cours de l'action puisque l'action a clôturé ce jour-là à 23,85 EUR, en baisse de 9,4 % par rapport au cours de clôture de la veille et ce, dans des échanges plus de huit fois supérieurs au volume moyen quotidien.

64. X invoque le fait que d'un point de vue historique, le cours de l'action Y n'a jamais été stable et que des variations boursières se produisent quotidiennement.

<sup>6</sup> M. WAUTERS, Nieuw recht inzake misbruik van voorkennis, Permanente Vorming Nederlandse Orde van advocaten bij de balie te Brussel, 2005, p. 13.

<sup>7</sup> Cass. 16 mai 2006, TRV 2006, 484-485.

<sup>8</sup> Committee of European Securities Regulators, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, doc. 02-089d, Paris, décembre 2002, p. 9 à 11.

<sup>9</sup> Décision de sanction prononcée le 4 avril 2006 par le comité de direction de la CBFA (CBFA Rapport CD 2006, p. 81).



Cependant, outre que l'appréciation du caractère sensible a lieu ex ante et non ex post, une variation de 9,4% n'est pas anodine, surtout lorsque les échanges sont aussi importants.

65. X invoque vainement le fait que les informations qui lui avaient été communiquées en décembre, puis en février n'étaient pas toutes négatives et que la société demeurait malgré tout en phase de croissance.

L'information relative à l'évolution du REBIDTA était particulièrement suivie par les analystes. La société avait précisément communiqué au marché ses prévisions optimistes quant à son évolution au dernier trimestre 2011. Le fait que l'information négative dont disposait X coexistait avec d'autres informations plus positives n'est donc pas de nature à lui ôter son caractère privilégié.

66. Les informations dont disposait X lorsque X procéda aux transactions litigieuses étaient donc des informations privilégiées au sens de l'article 2, 14°, de la loi du 2 août 2002. Ces informations n'avaient pas été rendues publiques, concernaient directement Y, étaient précises et étaient susceptibles, rendues publiques, d'influencer de manière sensible le cours de l'action Y.

67. L'interdiction formulée par l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1°, de la loi du 2 août 2002 s'applique à toute personne qui dispose d'une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle a un caractère privilégié.

Tel était le cas de X. En tant qu'actionnaire familial historique de Y, membre de son conseil d'administration et de son comité d'audit, X avait accès à de nombreuses informations privilégiées.

X semble faire valoir dans ses observations écrites [ne pas prendre] connaissance de toutes les informations qui lui sont transmises dans le cadre de ses fonctions au sein de Y.

Néanmoins, X n'a pas seulement reçu les informations susmentionnées dans des rapports écrits, longs et techniques. Elles ont également été expliquées et commentées oralement lors de réunions du comité d'audit et du conseil d'administration auxquelles X a personnellement assisté.

D'ailleurs, il ressort clairement des conversations entre X et avec le trader de BGL BNP Paribas Luxembourg que X avait parfaitement intégré l'information négative communiquée lors de ces réunions et que X était parfaitement conscient de l'impact que ces informations allaient avoir sur le cours une fois qu'elles auraient été publiées (voy. la conversation téléphonique du 15 février 2012 à 14h50, pièces 13.1.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

68. X avait été dûment informé de la réglementation en vigueur en matière d'abus de marché par le biais de la charte de gouvernance de la société qui comportait un volet relatif aux transactions personnelles des administrateurs.

En vertu de cette charte, il est expressément interdit d'effectuer des transactions sur actions Y au cours des 30 jours précédant la publication des résultats de la société. En l'occurrence, toutes les transactions litigieuses ont eu lieu au cours de cette période fermée de 30 jours. X avait également reçu un e-mail de la part du compliance officer de Y, le 17 janvier 2012, l'avertissant expressément de l'application d'une période fermée sur les titres Y jusqu'au 17 février 2012.

X avait donc été rendu particulièrement attentif, quelques jours seulement avant d'entamer sa première série d'opérations de vente d'actions Y, le 26 janvier 2012, quant à la nécessité de se conformer strictement à la charte de gouvernance d'entreprise.

69. X affirme qu'il n'y connaît rien aux marchés financiers et qu'il se déduit de certaines pièces du dossier qu'il aurait été « stimulé » par le trader à alléger sa position en Y.

Ces affirmations sont démenties par les entretiens téléphoniques avec le trader de BGL BNP Paribas Luxembourg.

Il ressort clairement de ces entretiens d'une part, que c'est X qui a chaque fois pris l'initiative de contacter le trader par téléphone pour passer les ordres de ventes litigieux et, d'autre part, que le trader n'a pas incité X à vendre, mais qu'il a au contraire insisté sur le fait que les recommandations des analystes conduisaient à conserver le titre. Certains passages des conversations de X et du trader témoignent ainsi de la détermination de X à vendre ses actions Y (voy. les conversations des 14 et 15 février 2012, pièces 13.1.1, 13.1.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

70. X invoque également le fait que s'il avait été en possession d'une information privilégiée, il aurait vendu l'intégralité des titres dont il disposait.

Cet argument ne peut être retenu. En effet, X n'est pas un actionnaire ordinaire de Y. X en est l'actionnaire historique, héritier du fondateur de la société et de ce fait titulaire de plus de 100.000 actions Y (selon ses propres déclarations). X ne pouvait dès lors pas vendre toute sa participation en Y, non seulement car la liquidité du titres ne permettait pas de placer des ordres importants sans déstabiliser le cours, mais également car la sortie d'un actionnaire historique n'est pas un évènement anodin. Cette participation historique vaut d'ailleurs également à X de siéger au conseil d'administration de la société. Il ressort cependant clairement des enregistrements des conversations téléphoniques que X a cherché à vendre le plus d'actions possible.

71. La commission des sanctions constate donc que X savait que l'information dont il disposait était une information privilégiée.

72. En conclusion de cette analyse, la commission des sanctions estime que tous les éléments constitutifs de l'infraction visée à l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 sont réunis.

73. X invoque le fait qu'il n'avait aucune intention de nuire.

L'élément intentionnel n'est pas requis pour l'infraction susmentionnée. La Cour de Justice de l'Union européenne a ainsi clairement indiqué que la réunion des éléments constitutifs de l'opération d'initié visés à l'article 2, §1, de la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (que l'article 25, §1<sup>er</sup>, de la loi du 2 août 2002 transpose en droit belge) permet de présumer l'intention de l'auteur de cette opération. La Cour a encore précisé que l'article 2 de la directive 2003/6/CE ne prévoit pas expressément de conditions subjectives relatives à l'intention ayant inspiré les agissements matériels. Ainsi, l'article 2, §1<sup>er</sup>, ne précise pas si l'initié primaire doit avoir été mû par une intention spéculative, doit avoir poursuivi un dessein frauduleux ou doit avoir agi de propos délibéré ou par négligence<sup>10</sup>.

74. X affirme encore avoir procédé aux transactions litigieuses afin de diversifier son portefeuille, lequel était trop concentré en actions Y et non parce qu'il était en possession d'une information privilégiée.

A cet égard, la commission des sanctions relève que l'existence d'un lien de causalité entre l'information privilégiée et les transactions effectuées n'est pas requise pour l'infraction à l'article 25, §1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, de la loi du 2 août 2002. La Cour de Justice de l'Union européenne, interrogée sur le sens qu'il convient de donner à la notion d'"utilisation d'une information privilégiée" au sens de l'article 2 de la directive 2003/6/CE susmentionnée, a répondu que « l'article 2, paragraphe 1, de la Directive abus de marché doit être interprété en ce sens que le fait qu'une personne (...) qui détient une information privilégiée acquiert ou cède ou tente d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a «utilisé cette information» au sens de ladite disposition, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption »<sup>11</sup>. Autrement dit, 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

<sup>10</sup> C.J.C.E., 23 décembre 2009 (Spector) C-45/08, points 31, 32 et 38.

<sup>11</sup> C.J.C.E., 23 décembre 2009 (Spector) C-45/08, point 62.

cette information et il n'est pas nécessaire d'établir, en outre, que cette personne a concrètement "utilisé" cette information dans sa décision d'investir.

Néanmoins, l'existence d'un lien de causalité entre l'information privilégiée et les transactions effectuées est évidemment de nature à renforcer le constat qu'une infraction a été commise. Or, le contenu des entretiens entre X et le trader de BGL BNP Paribas Luxembourg révèle clairement le lien entre l'information dont disposait X et les opérations de vente des 14 et 15 février 2012 (pièces 13.1.1, 13.1.2 et 61 en annexe au rapport de l'auditeur).

75. X estime également qu'il convient de vérifier si quelqu'un a subi un préjudice suite aux transactions [...] effectuées.

Ici encore, la commission des sanctions observe que l'existence d'un préjudice n'est pas un élément constitutif de l'infraction visée à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002. Ceci étant, X a causé un préjudice aux investisseurs auxquels il a vendu les titres alors qu'il savait que les prévisions étaient mauvaises, ce qu'ils ignoraient. La circonstance que ces investisseurs sont non identifiés et non identifiables n'ôte rien au fait que ceux-ci ont été lésés par l'opération car ils n'auraient pas acheté au même prix s'ils avaient disposé de la même information que X.

#### 4. Appréciation des éléments constitutifs d'un manquement à l'article 25bis, §2, dans le cas d'espèce

76. L'article 25bis, §2, de la loi du 2 août 2002 dispose que les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur qui a son siège statutaire en Belgique et dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé belge ou étranger, et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, doivent notifier à la FSMA les opérations effectuées pour leur compte propre et portant sur des actions dudit émetteur.

En vertu de l'arrêté royal du 5 mars 2006, cette obligation de notification doit être respectée au plus tard dans les cinq jours ouvrables suivant l'exécution de l'opération concernée. La notification peut toutefois être reportée aussi longtemps que le montant total des opérations effectuées durant l'année civile en cours ne dépasse pas le seuil de cinq mille euros. En cas de dépassement de ce seuil, toutes les opérations effectuées jusque-là doivent être notifiées dans les cinq jours ouvrables suivant l'exécution de la dernière opération.

77. En tant que membre du conseil d'administration et du comité d'audit de Y, X avait la qualité de « *personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur* » au sens de l'article 2, 22°, de la loi du 2 août 2002. X était donc soumis à l'obligation de notification susmentionnée.

La charte de gouvernance d'entreprise de Y lui a d'ailleurs rappelé expressément cette obligation de notification (pièce B1 en annexe au rapport de l'auditeur, point 7.6.5, p. 35).

78. Par ailleurs, la société Z, société de droit des Iles Vierges britanniques pour compte de laquelle X a introduit plusieurs ordres sur les actions Y peut être qualifiée de « *personne étroitement liée* » à X au sens de l'article 2, 23°, d), de la loi du 2 août 2002. Cette disposition vise en effet, de manière très large, « *toute personne morale, fiducie ou autre trust, ou partnership dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 22° du présent article ou aux points a), b) et c) du présent point, ou qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, ou qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne* ». Or, X est (avec certains membres de sa famille) le bénéficiaire économique de cette structure, de sorte que les intérêts économiques de la société Z sont substantiellement équivalents à ceux de X. En conséquence, cette société était elle aussi soumise à l'obligation de notification prévue par l'article 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002.

Conformément à l'article 13, alinéa 4, de l'arrêté royal du 5 mars 2006, X devait dès lors prendre en compte les opérations réalisées par cette société pour calculer le seuil de 5.000 EUR lui imposant la notification des transactions effectuées en son nom et pour le compte de Z.

79. Il ressort de la liste des transactions que X a transmises à l'auditeur (annexe au rapport de l'auditeur) qu'il s'est personnellement retrouvé, au cours d'une période d'un an allant du 1<sup>er</sup> juin 2011 au 31 mai 2012, à 37 reprises, dans la situation de devoir notifier des opérations de vente, achat ou souscription en actions Y à la FSMA. Or, il apparaît que X n'a, au cours de la période précitée, notifié aucune opération à la FSMA.

80. X reconnaît avoir fait preuve de négligence sur ce point. Il déclare cependant que l'infraction commise est due à son ignorance et à une inattention justifiable, sans intention de nuire (observations écrites de X du 12 février 2014, p. 20).

Une infraction à l'article 25bis, §2, de la loi du 2 août 2002 est passible de sanction administrative sans qu'un dol spécial doive être démontré. De même, l'ignorance de la personne concernée n'est pas de nature à l'exonérer.

## 5. Conclusion

81. Il ressort de ce qui précède que X a commis :

- a) des manquements à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 lors des opérations de vente d'actions Y effectuées à partir des comptes ouverts chez BGL BNP Paribas Luxembourg et Keytrade Bank, pour compte propre ou pour compte de la société Z, les 25 janvier, 26 janvier, 31 janvier, 2 février, 14 février et 15 février 2012,
- b) 37 manquements à l'article 25bis, §2, de la loi du 2 août 2002 au cours d'une période allant du 1<sup>er</sup> juin 2011 au 31 mai 2012 pour défaut de notification à la FSMA d'opérations de vente, d'achat ou de souscription d'actions Y.

## IV. Sanction

82. L'article 36, §2 de la loi du 2 août 2002 dispose que *"sans préjudice des autres mesures prévues par la loi, lorsque, conformément aux articles 70 à 72, elle constate une infraction aux dispositions du présent chapitre ou de ses arrêtés d'exécution, la FSMA peut infliger au contrevenant une amende administrative qui ne peut être inférieure à 2.500 euros ni supérieure, pour le même fait ou pour le même ensemble de faits, à 2.500.000 euros. Lorsque l'infraction a procuré un avantage patrimonial au contrevenant, ce maximum est porté au double du montant de cet avantage et, en cas de récidive, au triple de ce montant"*.

83. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions de condamner X à une amende administrative de 100.000 EUR, prenant en compte les éléments suivants :

- la fonction exercée par X et le nombre des ventes [...] réalisées en possession d'une information privilégiée; ce nombre établissant qu'il s'agit d'actes raisonnés ;
- la circonstance aggravante constituée par la dissimulation des transactions réalisées pour partie à l'étranger et non notifiées à la FSMA;
- le but dissuasif de la sanction; ce but ne pouvant être atteint que si le montant de l'amende excède celui du gain réalisé par l'opération d'initié et est suffisamment significatif pour sanctionner une atteinte à l'intégrité des marchés et à la confiance légitime que les investisseurs doivent pouvoir avoir en ces derniers;

- le montant de l'avantage patrimonial retiré de la transaction, celui-ci étant évalué par l'auditeur à 33.799 EUR.

84. Conformément à l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, le montant de l'amende doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement retirés de ces manquements. Plus généralement, la commission des sanctions doit, lorsqu'elle prononce une sanction administrative, faire application du principe de proportionnalité. Ceci signifie qu'elle doit tenir compte, d'une part, de la gravité objective des faits et, d'autre part, de la responsabilité subjective de leur auteur.

(a) en ce qui concerne la gravité objective des faits

85. La commission des sanctions estime qu'en commettant les infractions susmentionnées, X a gravement porté atteinte au principe d'égalité entre les investisseurs, ce qui a nui à la transparence et au bon fonctionnement des marchés financiers.

(b) en ce qui concerne la gravité subjective des faits

86. La commission des sanctions considère que les infractions commises par X sont particulièrement graves. X n'est en effet pas un « petit actionnaire ordinaire » de la société Y. Il est l'héritier de l'un des fondateurs de cette société. Il exerce par ailleurs des fonctions importantes au sein de Y, puisqu'il en est administrateur, membre du comité d'audit et du comité de rémunération et de nomination.

Par ailleurs, les entretiens téléphoniques avec le trader de BGL BNP Paribas Luxembourg sont particulièrement éloquents sur la détermination de X à vendre les titres Y, alors qu'il dispose d'informations privilégiées recueillies au cours des réunions auxquelles il a participé en raison de ses fonctions au sein de Y, informations dont il a ainsi fait usage, après ces réunions.

87. La commission des sanctions estime qu'il n'est pas admissible qu'un actionnaire historique, administrateur, membre des comités d'audit et de rémunération d'une société cotée, néglige de manière persistante de notifier les transactions sur actions de cette société.

De même, il n'est pas admissible qu'un administrateur de société cotée ne prête pas attention aux obligations légales en matière d'abus de marché, lesquelles lui ont été expressément rappelées dans la charte de gouvernance de son entreprise.

88. X a tiré un profit direct et personnel de l'infraction à l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1) a), de la loi du 2 août 2002, puisque grâce à celle-ci, il a vendu avant que le cours ne chute suite à la publication des résultats annuels de Y. L'auditeur évalue cette perte à 33.799 EUR.

X estime quant à lui que l'avantage éventuel tiré de la transaction ne saurait être estimé au-delà d'une somme qu'il évalue tantôt à 6.120, 25 EUR (page 2 de ses observations écrites), tantôt à 8.000 EUR (page 24 de ses observations écrites). Le calcul de X n'est pas correct car il ne prend en compte que les transactions des 14 et 15 février 2012 effectuées via BGL BNP Paribas Luxembourg. Par ailleurs, il effectue, sans l'expliquer, une moyenne entre le cours de clôture et d'ouverture de l'action Y les jours concernés.

La commission des sanctions estime que l'avantage patrimonial retiré de la transaction doit être calculé en comparant le montant effectivement perçu par X suite aux transactions litigieuses (368.149 EUR hors frais) et le montant que X aurait obtenu s'il avait vendu ses actions le [...] février 2012, jour de la publication du communiqué annuel de Y. Le [...] février, tous les investisseurs avaient en effet à leur disposition l'information négative qui était en possession de X depuis plusieurs semaines. Si X avait vendu ses titres le jour où cette information a été rendue publique (soit le jour où cette information cessait d'être une information privilégiée), X aurait perçu un montant inférieur à celui effectivement perçu. Le [...] février 2008, le cours le plus bas de l'action Y était de 22,9 EUR, tandis que le cours le plus haut (cours

d'ouverture) était de 25 EUR<sup>12</sup>. En divisant le montant des capitaux échangé par le nombre de titres échangés ce jour-là, l'on obtient un cours moyen de 24,17 EUR. Si les actions de X avaient été vendues à un tel cours moyen, le prix de vente aurait été de 339.830,2 EUR, soit 28.318 EUR de moins que le prix de vente effectif quelques semaines auparavant. La commission des sanctions estime donc qu'il est objectif et justifié d'évaluer l'avantage patrimonial de X à 28.318 EUR.

89. Lors de son audition par la commission des sanctions, X a invoqué comme élément à décharge le fait qu'il n'a rien dissimulé.

A cet égard, la commission des sanctions constate que X n'a notifié aucune des opérations en actions Y [...] effectuées au cours d'une période de douze mois – notification qui a précisément pour objectif d'assurer la transparence en matière d'opérations d'initiés. La commission des sanctions relève également qu'une partie des actions Y de X étaient logées dans une société de droit des Iles Vierges britanniques et placées sur un compte au Luxembourg. Quand bien même cette construction n'aurait pas été mise en place par X, mais par son père, force est de constater que X n'a nullement liquidé cette société et ce compte lorsqu'il en a hérité. La commission des sanctions estime donc que X ne peut pas raisonnablement prétendre n'avoir rien dissimulé dans cette affaire, que du contraire.

90. Contrairement à ce que semble soutenir X, le fait que son [...] soit l'un des fondateurs de Y et qu'il ait dès lors hérité d'une participation importante dans la société, en sus de mandats de gestion, ne constitue nullement une circonstance atténuante par rapport aux actes commis. Le fait que X n'aurait pas eu l'intention, lors de son entrée au conseil d'administration de Y, d'opérer des transactions sur le titre et qu'il n'aurait donc pas, lors de son entrée en fonction, mémorisé la politique en matière de délit d'initié et d'abus de marché ne constitue pas non plus un élément à décharge, mais renforce au contraire le constat que X accordait bien peu d'importance à la réglementation visant à prévenir et à sanctionner les abus de marché.

91. De même, contrairement à ce qu'affirme X dans ses observations écrites, le fait que certains rapports, documents, etc... récoltés par l'auditeur dans le cadre de son enquête ne comportaient pas d'éléments particuliers à charge, ne signifie pas qu'il s'agisse là d'éléments jouant à la décharge de X.

92. X invoque également le fait que Y et ses organes n'ont pas prononcé de sanction à son égard pour manquement aux obligations de la charte de gouvernance d'entreprise, et que ceux-ci ont bien compris qu'il n'avait jamais eu l'intention de nuire. A cet égard, la commission des sanctions rappelle que le dol spécial n'est pas un élément constitutif des infractions qui ont été constatées. Par ailleurs, l'attitude de Y et de ses organes est sans incidence sur la décision à prendre par la commission des sanctions.

93. La commission des sanctions estime dès lors qu'aucun des éléments invoqués par X ne peut être retenu à sa décharge.

94. En conséquence, compte tenu de l'importance des circonstances aggravantes et de l'absence d'antécédents dans le chef de X, la commission des sanctions fixe le montant total de l'amende à 110.000 EUR, soit :

- une amende de 85.000 EUR pour violation de l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1°, a), de la loi du 2 août 2002, équivalente au triple de l'avantage patrimonial retiré des transactions effectuées en violation de cette disposition (28.318 EUR) ;

<sup>12</sup> Cours de l'action Y le [...] février 2012 (source : www.euronext.com)

date	ouverture	haut	bas	fermeture	nombre de titres	capitaux
[...]/02/2012	25	25	22,9	23,85	405.816	9.810.826,76

- une amende de 25.000 EUR pour violation de l'article 25bis, §2, de la loi du 2 août 2002, tenant compte du caractère répété de l'infraction (37 manquements sur une période d'un an). Se départant ainsi de la proposition faite par le comité de direction, la commission des sanctions estime que cette infraction, grave et répétée, doit faire l'objet d'une amende distincte et qu'elle ne peut être retenue au titre de circonstance aggravante de l'infraction à l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002.

95. En vertu de l'article 72, § 3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002 la commission des sanctions rend ses décisions publiques de manière nominative sur le site web de la FSMA, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause.

La commission des sanctions estime qu'en l'espèce, la publication de la présente décision n'est pas susceptible de perturber les marchés financiers. La commission des sanctions estime par ailleurs que la publication de la présente décision n'est pas susceptible de causer un préjudice disproportionné à X, tenant compte de l'extrême gravité des faits. Néanmoins, la commission des sanctions limite cette publication nominative à une durée d'un an à compter du jour de la publication. Passé ce délai, la décision sera publiée de manière anonyme sur le site de la FSMA, avec suppression de toutes les données permettant l'identification de X et de toute personne impliquée.

96. La commission des sanctions estime par ailleurs qu'il convient d'appliquer l'article 72, §3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002 tel qu'en vigueur au moment où les faits ont été commis (début 2012). A cette époque, l'article 72, §3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002 disposait que « *la commission des sanctions rend ses décisions publiques de manière nominative sur le site web de la FSMA, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. Dans ce dernier cas, la décision est publiée sur le site web de la FSMA de manière non nominative. En cas de recours contre la décision de sanction, celle-ci est publiée de manière non nominative dans l'attente de l'issue des procédures judiciaires* ». Cet article a ensuite été modifié par l'article 46 de la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des planificateurs financiers indépendants, à la fourniture de consultations en planification financière par des entreprises réglementées et modifiant le Code des sociétés et la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers. Cette disposition est entrée en vigueur le 6 juin 2014. L'article 72, §3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002 prévoit désormais qu'« *immédiatement après que les personnes concernées aient été informées de la décision, la commission des sanctions rend ses décisions publiques de manière nominative sur le site web de la FSMA, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. Dans ce dernier cas, la décision est publiée sur le site web de la FSMA de manière non nominative. En cas de recours contre la décision de sanction, cette information est incluse dans la publication ou, si le recours est introduit après la publication initiale, celle-ci est complétée par cette information* ».

Dans sa nouvelle version, l'article 72, §3 alinéa 4, de la loi du 2 août 2002 prévoit que la publication nominative de la décision a lieu immédiatement après que la personne concernée en ait été informée. Autrement dit, un recours contre la décision de la commission des sanctions n'empêche plus que la publication nominative ait lieu immédiatement. Le recours conserve cependant un caractère suspensif dans la mesure où il ne pourra être procédé au recouvrement de l'amende tant que le recours est pendant.

Dans la mesure où la publication nominative des décisions constitue une sanction complémentaire du contrevenant et eu égard au caractère pénal des sanctions qu'elle prononce, la commission des sanctions estime que la détermination de la loi applicable doit s'opérer en application du principe de légalité des infractions et des peines. Le principe de non rétroactivité de la loi nouvelle (à moins que celle-ci ne soit plus douce) en est la conséquence. Il convient dès lors d'appliquer, en ce qui concerne la publication de

la décision, la loi telle qu'elle était applicable au moment des faits, de sorte que la présente décision ne sera pas publiée nominativement immédiatement après son prononcé et que si un recours est introduit à l'encontre de cette décision, celle-ci sera publiée de façon anonyme dans l'attente de l'issue de ce recours.

V. Décision

La commission des sanctions,  
composée des personnes qui signent la présente décision,  
décide pour ces motifs, après en avoir délibéré,

- 1) en application des articles 36, § 2, et 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de condamner X à une amende administrative de 110.000 EUR,
- 2) en application de l'article 72, § 3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002, tel qu'en vigueur au moment des faits, de publier la présente décision de manière nominative pendant une durée d'un an.

Fait à Bruxelles, le 3 juillet 2014,

*Michel ROZIE,  
Président*

*Philippe QUERTAINMONT*

*Hamida REGHIF*