



AUTORITÉ  
DES  
SERVICES  
ET MARCHÉS  
FINANCIERS

La Commission des sanctions

DÉCISION DU 12 JUIN 2015 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION  
MENÉE À L'ENCONTRE DE X ET DE Y

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

Vu les articles 25, 25bis, 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 30 octobre 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 des opérations d'achat d'actions de la société Z. (ci-après Z), entre le J mars et le 12 juin 2012, pour le compte de la société X (ci-après X) ;

Vu la décision du 2 décembre 2014 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 de Y, et vu la notification des griefs subséquente qui leur a été adressée par courriers datés du 3 décembre 2014 ;

Vu la transmission, par courrier du 3 décembre 2014 adressé au président de la commission des sanctions, du rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur datées du 17 septembre 2014 ;

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

Après avoir pris connaissance des observations écrites déposées par X le 28 janvier 2015 ;

Après avoir pris connaissance des observations écrites déposées par Y le 13 février 2015 ;

Vu le courrier du Procureur du Roi de Bruxelles du 27 mars 2015 informant que son office n'entend pas poursuivre X et Y ;

Après avoir pris connaissance de la position de X et de Y, assistés de leur conseil, Maître A, lors de l'audition du 24 avril 2015 ;

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

### 1. Z

1. Z est une société [...] de droit belge qui a été fondée en [...] et dont le siège social est établi à [...]. Cette société chapeaute un groupe européen de [...].

2. L'action Z est admise aux négociations sur les marchés Alternext Paris et Alternext Brussels, où elle fait l'objet d'une cotation en continu.

3. Au 31 décembre 2011, le capital de Z était représenté par [...] actions ordinaires. A cette même date, la capitalisation boursière était de [...] EUR (sur la base d'une clôture de l'action à [...] EUR le 31 décembre 2011).

4. A cette même date, les actions de Z étaient détenues comme suit :

1. X	19,28 %
2. B :	15,69%
3. C :	13,84%
4. D:	1,44%
5. E :	10,24%
6. F :	2,68%
7. G :	7,12%
8. H :	3,37%
9. Salariés :	3,40%
10. Autres actionnaires (flottant) :	22,94%

5. Le conseil d'administration de Z était, à l'époque des faits, composé de cinq membres. Il était co-présidé par C et par B (via la société I).

6. La gestion journalière de Z ainsi que la représentation de Z dans le cadre de cette gestion journalière étaient déléguées à I, représentée par B.

### 2. Y

7. Y est né en [...]. Il est diplômé de [...] Business School (executive MBA) et de l'ESC [...] et est titulaire du Diplôme d'Etudes Supérieures Comptables et Financières. Y a commencé sa carrière dans l'audit chez [...]. Il a ensuite été directeur administratif et financier au sein du groupe J, puis au sein du groupe K (société cotée).

8. A l'époque des faits, Y était le directeur financier groupe de Z, société qu'il avait rejointe en [...].

9. Y a quitté le groupe Z le 31 août 2012 dans le cadre d'un accord à l'amiable (pièce 21.2.2 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 5).

### 3. X

10. X est une société [...] constituée en [...] par [...] managers ou anciens managers de Z (dont Y) dans le but de mettre en commun leurs actions Z et de souscrire un prêt en vue de renforcer leur participation

dans le capital de Z à travers l'acquisition d'actions et la reprise partielle de titres détenus en autocontrôle par le groupe (pièce 21.2.2 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 5).

11. A l'époque des faits examinés, X était l'actionnaire principal de Z. Le conseil d'administration de X était composé des personnes suivantes :

- B ;
- L ;
- Y ;
- D, représentée par C.

12. B exerçait les fonctions d'administrateur délégué et de président du conseil d'administration de X.

4. Communications de Z au marché relativement à son chiffre d'affaires pour l'exercice 2011 et aux prévisions pour l'exercice 2012

13. Dans différents communiqués de presse diffusés au cours de l'année 2011 (communiqué du [...] avril 2011 relatif aux résultats pour l'exercice 2010 (pièce B1 en annexe au rapport de l'auditeur) ; communiqué du [...] novembre 2011 présentant le chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice 2011 (pièce 2.1.1.2. en annexe au rapport de l'auditeur) ; communiqué du [...] décembre 2011 annonçant la poursuite du plan d'amélioration des marges et notamment l'arrêt des activités [...] (pièce 2.1.1.3. en annexe au rapport de l'auditeur)), Z avait annoncé des perspectives financières positives pour l'exercice 2011. Un objectif de chiffre d'affaires de 120 M EUR avait ainsi été annoncé dès le communiqué d'avril 2011 et avait ensuite été confirmé dans les communiqués ultérieurs susmentionnés. En décembre 2011, les perspectives pour 2012 étaient par ailleurs présentées comme étant encourageantes.

14. Le J mars 2012, après clôture des marchés, Z a diffusé un communiqué de presse dans lequel elle annonçait avoir réalisé un chiffre d'affaires pour l'exercice 2011 de 117,3 M EUR, en hausse de 13% par rapport à l'exercice précédent. Par la même occasion, elle annonçait pouvoir prévoir avec certitude des performances en « *très forte progression* » pour le premier semestre 2012 (pièce 2.1.1.4. en annexe au rapport de l'auditeur).

15. Compte tenu de la cession de la filiale [...], dont le chiffre d'affaires atteignait 2,6 M EUR, Z avait donc réalisé son objectif de chiffre d'affaires de 120 M EUR.

16. Le processus interne de détermination du chiffre d'affaires 2011 de Z et de préparation du communiqué de presse du J mars 2012 a été résumé comme suit dans le rapport de l'auditeur (point 19) :

Date	Etape	Responsables
23/01 →10/02	Clôture annuelle et audit au niveau des filiales	
13/02 → 29/02	Le département finance du groupe établit les tableaux de synthèse de consolidation et prépare les données chiffrées du rapport financier consolidé	- Y (Directeur Financier Group) - M - B - C
01/03 → 05/03	Validation des chiffres par un cabinet externe en consolidation	- Y (Directeur Financier Group) - M - N
07/03	Réunion de synthèse pour validation définitive des états consolidés	- Y (Directeur Financier Group) - M

		<ul style="list-style-type: none"> <li>- B</li> <li>- C</li> <li>- N</li> </ul>
07/03 → J-1/03	Implication du département communication / préparation du communiqué de presse par " <i>toutes les personnes intervenantes</i> "	
J-1/03 à 22 h 16	<p>Envoi aux administrateurs de Z du projet de communiqué relatif au chiffre d'affaires annuel</p> <p>Les échanges d'e-mails transmis par Z indiquent que ce projet n'a - sous réserve de la rectification d'une décimale - pas fait l'objet de commentaires</p>	e-mail de C à, entre autres, B, cc. Y
J/03 après clôture des marchés (17 h 37)	Publication du communiqué de presse	Cette publication intervient sous la responsabilité de Y et de O (responsable communication)

17. Après la publication du communiqué du J mars 2012, le cours de l'action Z avait clôturé, le J+1 mars, en hausse de [...]%, à 4,90 EUR. Cette hausse importante était intervenue dans des volumes d'échanges qui étaient très importants également [...] (point 22 du rapport de l'auditeur et pièce 2.1.3.4. en annexe au rapport de l'auditeur).

5. Introduction d'un ordre d'acquisition de 8.000 actions Z le J mars 2012 dans le cadre d'un plan d'intéressement du personnel

18. Le jour de la publication du communiqué de presse susmentionné, soit plus précisément le J mars à 12h05, Y avait introduit, pour compte de X, un ordre d'achat de 8.000 actions Z. Cet ordre avait été transmis par télécopie à BGL BNP Paribas Luxembourg, à un cours limité de 4 EUR, avec une validité limitée au jour même.

19. Y avait introduit cet ordre suite à des instructions données par B et C, visant à permettre à 14 managers de la filiale P du groupe Z, de même qu'à une employée belge, de participer à un plan d'intéressement du personnel à des conditions non pénalisantes. L'objectif était de leur permettre d'acquérir des actions nominatives de Z détenues par X plutôt que des actions dématérialisées sur le marché, ce qui aurait entraîné des frais de courtage et de garde jugés élevés. A cet effet, il avait été convenu que X acquerrait des actions Z sur le marché pour, au final, transmettre des actions nominatives Z (qu'elle détenait déjà) aux managers P et à l'employée belge. Il avait également été convenu que cette opération devait avoir un effet neutre pour X. Le plan d'intéressement prévoyait que les actions Z devaient être acquises avant le 30 avril 2012 (pièce 21.2.3.3. en annexe au rapport de l'auditeur).

20. Les managers P avaient fait part de l'intention de participer au capital à concurrence de 30.100 EUR et l'employée belge à concurrence de 2.000 EUR. Y devait donc acquérir des actions Z sur le marché pour un montant total de 32.000 EUR environ.

21. Vingt-cinq minutes avant d'introduire l'ordre d'achat de 8.000 actions (soit le J mars à 11h40), Y avait reçu confirmation du versement, sur le compte de X, de la somme pour laquelle les managers P souhaitaient participer au plan d'intéressement.

22. L'ordre d'achat de 8.000 actions introduit par Y le J mars fut exécuté partiellement le jour même, à concurrence de 1.748 actions. Ultérieurement, d'autres ordres d'achat ont été introduits par Y, soit les 5, 10 et 11 avril 2012, afin de satisfaire la demande dans le cadre du plan d'intéressement susmentionné.

23. Ces ordres ont été introduits par Y pour le compte de X et ils ont été exécutés comme suit (page 14 du rapport de l'auditeur) :

ORDRES (Achat)				EXECUTION				
Date/heure	Quantité	Limite	Validité	Date/heure	Quantité	Prix	Contre-valeur	Cours moyen
J/03/12 - 12:05	8.000	4	jour		1.748	4,06	7.096,9	
05/04/12 - 11:04	3.200	(1)	30/04/12	05/04/12 - 11:04	3.200	4,6312	14.819,8	
10/04/12 - 08:47	1.200	5,00	10/05/12	10/04/12 - 09:00	1.200	4,98	5.976	
11/04/12 - 08:37	700	4,97	11/05/12	11/04/12 - 09:00	700	4,97	3.479	
11/04/12 - 08:39	300	4,92	11/05/12	11/04/12 - 09:01	300	4,92	1.476	
<b>Total</b>					<b>7.148</b>		<b>32.847,7</b>	<b>4,6</b>

(1) Au mieux, au plus vite et de manière progressive pour éviter une réserve à la hausse

## 6. Notification à la FSMA des opérations sur actions Z effectuées par X

24. Le service de la FSMA en charge de la surveillance des marchés financiers avait transmis à l'auditeur un rapport d'analyse duquel il ressortait que les acquisitions d'actions Z effectuées par X le J mars 2012 (1.748 actions), le 12 avril 2012 (100 actions), le 13 avril 2012 (400 actions), le 17 avril 2012 (850 actions) et le 12 juin 2012 (100 actions) n'avaient pas été notifiées à la FSMA (pièce 2 en annexe au rapport de l'auditeur).

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

25. Le 2 décembre 2014, le comité de direction de la FSMA a décidé d'engager à l'encontre de [X] et de Y une procédure pouvant mener à une amende administrative.

26. Le comité de direction a relevé que sur la base de son enquête, l'auditeur avait conclu au point 84 de son rapport que les faits susmentionnés étaient constitutifs :

dans le chef de X:

- d'un manquement à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 (manquement constaté à l'occasion de l'opération d'achat du J mars 2012) ;
- d'un manquement à l'article 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002 (manquement constaté à l'occasion des opérations visées sous le point 82 du rapport de l'auditeur) ;

et dans le chef de Y :

- d'un manquement à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002 (manquement constaté à l'occasion de l'opération d'achat du J mars 2012).

27. Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations de l'auditeur à titre de griefs dans le chef de X et de Y et il a demandé à la commission des sanctions de joindre les deux affaires pour cause de connexité.

28. Le comité de direction a également décidé de proposer à la commission des sanctions d'infliger :

- à Y une amende égale à 25.000 euros pour le manquement à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002, et
- à X une amende égale à 25.000 euros pour le manquement à l'article 25, § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a), de la loi du 2 août 2002, ainsi qu'une amende égale à 10.000 euros pour le manquement à l'article 25 *bis*, § 2, de la même loi.

Dans la détermination de ces montants, le comité de direction a tenu compte des éléments suivants :

- le fait que Y, qui a acquis les actions pour le compte de X, était, à l'époque des faits, administrateur de X et directeur financier de Z ;
- le fait que X était à l'époque des faits et est toujours le principal actionnaire de Z ;
- le caractère dissuasif que la sanction doit revêtir ;
- pour 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 en particulier, le fait que l'infraction pénale de délit d'initié est punie d'une amende de 300 (50 x 6) à 60.000 (10.000 x 6) euros, et qu'une amende de 25.000 euros constitue donc une sanction raisonnable et proportionnée au regard des faits et de cette fourchette ;
- pour 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 en particulier, le fait qu'une amende de 25.000 euros est proposée, tant dans le chef de Y que dans le chef de X;
- pour le manquement à l'article 25 *bis*, § 2, de la loi du 2 août 2002 en particulier, le fait que le manquement concerne plusieurs opérations et non une opération isolée.

Estimant que les manquements ne sont pas excusables et eu égard aux fonctions que Y exerçait à l'époque, le comité de direction a proposé à la commission des sanctions que sa décision fasse l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA. Le comité de direction justifie cette proposition par le fait que la publication nominative de la décision de sanction n'est pas de nature à perturber le bon fonctionnement des marchés, ni à créer un préjudice disproportionné compte tenu des manquements reprochés.

29. Conformément à l'article 71, § 2 de la loi du 2 août 2002, le comité de direction a adressé à X et à Y, le 3 décembre 2014, la notification des griefs retenus dans leur chef, ainsi que la proposition de sanction qu'il a adressée à la commission des sanctions.

30. 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 avait pas de circonstances spécifiques qui justifiaient que la FSMA prenne l'initiative d'une telle publication.

### III. Appréciation par la commission des sanctions

## 1. Rappel des dispositions légales applicables

31. 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.

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

33. Dans le cas d'une société ou d'une autre personne morale, l'article 25, §2, de la loi du 2 août 2002, dispose que l'interdiction susmentionnée s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question.

34. En vertu de l'article 25, § 3, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, 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 ou sur tout autre marché ou système de négociation alternatif visé à l'article 15 et désigné par le Roi sur avis de la FSMA, que les actes en question soient accomplis en Belgique ou à l'étranger et que les transactions en question soient exécutées sur le marché concerné ou en dehors de celui-ci.

35. L'article 8 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation a désigné Alternext (Alternext Brussels), le système multilatéral négociation exploité par l'entreprise de marché belge Euronext Brussels comme « autre marché » au sens de l'article 25, §3, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup> susmentionné de la loi du 2 août 2002.

36. 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<sup>o</sup>, de la loi du 2 août 2002).

37. L'article 2, 14<sup>o</sup>, 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* ».

38. 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. (...) ».*

39. En vertu de l'article 25bis, §2, alinéa 3, le Roi, sur avis de la FSMA, peut étendre l'application de cette disposition, en tout ou en partie, aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes auprès d'un émetteur qui a son siège statutaire en Belgique et dont les instruments financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un « autre marché » ou système de négociation alternatif visé à l'article 15 et désigné par le Roi, de même qu'aux personnes ayant un lien étroit avec elles.

40. En vertu de l'article 7 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation, les règles prévues par et en vertu de l'article 25bis, § 2, alinéas 1<sup>er</sup> et 2, de la loi du 2 août 2002 sont applicables aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur qui a son siège statutaire en Belgique et dont les instruments financiers sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur Alternext Brussels, ainsi qu'aux personnes ayant un lien étroit avec elles.

41. Le champ d'application de l'article 25bis, §2 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, fiduciaire 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. »*

42. L'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché 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 ».*

43. Tout manquement 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 peut donner lieu à l'imposition d'une amende administrative sur la base de l'article 36, § 2, de la loi du 2 août 2002.

## 2. 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 chef de X et de Y

44. 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 ou sur un autre marché ou système de négociation alternatif visé à l'article 15 de la loi du 2 août 2002 et désigné par le Roi sur avis de la FSMA;
- 4) la personne concernée savait ou aurait dû savoir que l'information dont elle disposait avait un caractère privilégié.

45. La société Z est une société de droit belge, dont les actions sont cotées sur Alternext Brussels.

En vertu de l'article 8 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation (en vigueur au moment des faits), le marché Alternext Brussels est un « autre marché » au sens de l'article 25, §3, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<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 sur actions Z.

46. L'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a) de la loi du 2 août 2002, interdit à toute personne disposant 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 les instruments financiers sur lesquels porte ladite information, peu importe que cette opération soit effectuée pour son propre compte ou pour le compte d'autrui. Lorsque l'opération est effectuée par une personne morale, l'article 25, §2, de la loi du 2 août 2002 dispose que l'interdiction s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question.

47. Il ressort de ce qui précède que Y peut être sanctionné à titre personnel pour violation de 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'il est démontré que lorsque Y a passé l'ordre d'achat de 8.000 actions Z le J mars 2012 à 12h05 pour le compte de la société X, Y disposait d'une information concernant (les actions) Z dont Y savait ou aurait dû savoir qu'elle revêtait un caractère privilégié.

Il ressort également de ce qui précède que la société X peut, elle aussi, être sanctionnée pour violation de l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a) de la loi du 2 août 2002 à l'occasion de l'introduction de l'ordre susmentionné s'il est démontré que l'infraction peut lui être imputée. A cet égard, il convient de déterminer si lorsque Y passa cet ordre, Y, qui n'était pas [...] un organe de X, agissait pour le compte de X dans le cadre d'un mandat qui lui avait été conféré par un organe de la société.

48. Dans ses observations écrites, la société X affirme que c'est Y, seul, qui a décidé de passer un ordre d'achat (pour le compte de la société X) le J mars 2012. Elle affirme également que l'acquisition litigieuse décidée par Y n'était pas, à tout le moins dans son timing, conforme au mandat confié par B et C. X précise n'avoir jamais pris une quelconque décision, ni donné aucune instruction d'acquérir des titres Z sur le marché en violation de l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, a) de la loi du 2 août 2002 (observations écrites de X, p. 3). X estime dès lors que l'ordre litigieux ne peut pas lui être imputable.

49. La commission des sanctions ne peut souscrire à ce raisonnement. Y avait en effet reçu un mandat de la part de B et C d'acquérir 8.000 actions Z dans le cadre d'un plan d'intéressement du personnel. B était alors administrateur délégué de X et disposait donc, en tant qu'organe de la société, du pouvoir de conférer un tel mandat, au nom de X, à Y.

50. En ne donnant pas d'instructions précises à Y en ce qui concerne les modalités et le timing de l'acquisition, la société X avait fait le choix de laisser à Y le soin de déterminer [...] ces éléments. En procédant à l'acquisition litigieuse, Y agissait donc bien dans le cadre du mandat qui lui avait été confié par X. La situation eut été différente si Y n'avait pas respecté les instructions données par B et C.

51. En conséquence, si les éléments constitutifs d'une 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, sont réunis dans le chef de Y à l'occasion de l'introduction de l'ordre d'achat de 8.000 actions Z le J mars 2012, l'infraction peut être imputée et sanctionnée tant dans le chef de Y que dans le chef de la société X, pour le compte de laquelle Y agissait.

52. Il convient à cet égard de déterminer si, lorsque Y plaça l'ordre litigieux, Y disposait d'une information dont il savait ou devait savoir qu'elle revêtait un caractère privilégié.

53. Il ressort du dossier que lorsque Y passa l'ordre litigieux, Y était informé du chiffre d'affaires de Z pour l'exercice 2011 (117,3 M EUR) et des tendances et perspectives favorables pour le début de l'exercice 2012. Y avait également connaissance du contenu du communiqué de presse, reprenant ce chiffre d'affaires et ces tendances et perspectives favorables. Il savait également que ce communiqué allait être publié le jour-même, après clôture des marchés.

54. Pour sa défense, Y invoque le fait que le projet de communiqué de presse n'avait été adressé que tard le soir du J-1 mars 2012 aux administrateurs dans un mail dont Y figurait en copie. Y insiste également sur le fait qu'il s'agissait d'un projet non finalisé. Y avance également [n'avoir] pas rédigé, ni publié [...] ledit communiqué. Y estime dès lors vraisemblable que l'existence du communiqué sur le chiffre d'affaires ait pu être omise au moment [...] de la mise en œuvre du plan d'intéressement (observations écrites de Y, pp. 11 et 12).

55. La commission des sanctions estime ces arguments non crédibles. Premièrement, l'information concernée ne se limitait pas au communiqué de presse en tant que tel. C'est l'objet de ce communiqué et plus précisément le chiffre d'affaires pour l'exercice 2011 et les perspectives favorables pour le début de l'année 2012 qui constituaient l'information dont disposait Y. Y avait, en sa qualité de directeur financier groupe de Z, été activement impliqué dans le processus d'élaboration et de validation des comptes 2011 de Z, ainsi que dans la détermination de perspectives favorables pour l'exercice 2011. Y était par ailleurs responsable de la publication du communiqué de presse. Il n'est donc pas crédible de postuler que Y ait pu ignorer l'information susmentionnée au motif que Y n'avait pas rédigé [...] le communiqué de presse ou encore au motif qu'il n'était qu'en copie d'un mail tardif le J-1 mars, comportant le projet de communiqué de presse. Le fait qu'il ne s'agissait encore que d'un projet n'est pas non plus relevant. D'ailleurs, comme Y le reconnaît [...], ce projet est demeuré inchangé le lendemain (à une décimale près).

56. Lorsque Y passa l'ordre litigieux, le J mars à 12h05, l'information susmentionnée n'avait pas encore été rendue publique. Elle le sera le jour même après clôture des marchés.

57. Cette information dont disposait Y concernait, directement ou indirectement, un émetteur d'instruments financiers ou un instrument financier. En l'occurrence, cette information concernait directement la société Z.

58. Il convient de déterminer si cette information dont disposait Y était précise. 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, l'information dont disposait Y ne s'appuyait pas sur de simples rumeurs. Y, que l'on peut qualifier d'initié primaire au sein de Z compte tenu de sa fonction de directeur financier du groupe, avait participé activement à l'élaboration des comptes de Z pour l'exercice 2011 et Y avait également été associé à la préparation du communiqué de presse publié le J mars 2012. L'information dont disposait Y le J mars à 12h05 relativement au chiffre d'affaires de Z pour l'exercice 2011 et aux perspectives pour le début de l'année 2012 constituait donc une information particulièrement stable et objective. Il s'agissait en effet de l'information qui était sur le point d'être communiquée officiellement par Z au marché.

59. Pour être précise, l'information doit par ailleurs revêtir un degré suffisant de spécificité, c'est-à-dire qu'on doit pouvoir en tirer une conclusion quant à son effet possible sur le cours des instruments financiers concernés.

En l'occurrence, l'information dont disposait Y portait sur le chiffre d'affaires de Z pour l'exercice 2011, ainsi que sur les perspectives favorables pour le début de l'année 2012.

Y était plus précisément informé que ce chiffre d'affaires était de 117,3 M EUR, correspondant à l'objectif annoncé par Z au marché dès le mois d'avril 2011 et réitéré ensuite (le chiffre d'affaires de 117,3 M EUR correspondant à l'objectif annoncé de 120 M EUR, compte tenu de l'arrêt des activités en [...], dont le chiffre d'affaires était de 2,6 M EUR en 2010). Y savait également que ce chiffre d'affaires de 117,3 M EUR était en forte progression par rapport à l'exercice précédant (+13%).

Or, le chiffre d'affaires constituait un élément central de la communication financière de Z (voy. les communiqués du [...] avril 2011 relatif aux résultats pour l'exercice 2010 (pièce B1 en annexe au rapport de l'auditeur) du [...] novembre 2011 présentant le chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice 2011 (pièce 2.1.1.2. en annexe au rapport de l'auditeur) et du [...] décembre 2011 annonçant la poursuite du plan d'amélioration des marges et notamment l'arrêt des activités en [...] (pièce 2.1.1.3. en annexe au rapport de l'auditeur)). L'annonce officielle d'un chiffre d'affaires pour l'exercice 2011 conforme à l'objectif fixé et en progression significative par rapport à l'exercice précédent constituait donc une information positive pour le marché, dont on pouvait tirer une conclusion quant à son effet possible (à la hausse) sur le cours de l'action Z.

De même, l'existence de perspectives favorables pour 2012 (très bon début d'année en [...], en [...], en [...], et perspectives pour le premier semestre 2012 permettant déjà « *d'annoncer avec certitude* » que les performances seront en très forte progression par rapport à 2011) constituait également une information dont on pouvait déduire un effet positif sur le cours de l'action Z.

60. L'information dont disposait Y présentait donc un degré suffisant de matérialité et de spécificité pour être qualifiée de précise au sens de l'article 2, 14°, alinéa 5, de la loi du 2 août 2002.

61. 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°, alinéa 4, 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.

Pour apprécier le caractère sensible d'une information, il faut se replacer au moment où l'acquisition 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>1,2,3</sup>, en ce compris celle de la FSMA<sup>4</sup>.

En l'occurrence, il est établi (point 59 ci-dessus) que l'information dont disposait Y était précise dans la mesure où il était possible de tirer de cette information une conclusion quant à son impact (positif) sur le cours de l'action Z. Par conséquent, le caractère sensible de cette information est également établi puisque tout investisseur raisonnable aurait tenu compte d'une telle information pour prendre sa décision d'investissement en actions Z.

D'ailleurs, sans préjudice au fait que le caractère sensible de l'information doit s'apprécier a priori, la publication du communiqué du J mars 2012, après clôture des marchés, a eu un impact très significatif sur le cours de l'action Z. Ce cours a en effet connu une hausse de [...] le lendemain de la publication de l'information et ce, dans des volumes d'échange très importants [...].

62. L'information dont disposait Y était donc une information sensible au sens de l'article 2, 14°, alinéa 4 de la loi du 2 août 2002.

63. L'information dont disposait Y lorsque Y procéda à l'acquisition litigieuse était donc une information privilégiée au sens de l'article 2, 14°, de la loi du 2 août 2002. Cette information n'avait pas été rendue publique, elle concernait directement Z, elle était précise et elle était susceptible, une fois rendue publique, d'influencer de manière sensible le cours de l'action Z.

64. 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 devait savoir qu'elle a un caractère privilégié.

Tel était le cas de Y, directeur financier groupe de Z au moment des faits. Compte tenu de sa formation, de son expérience professionnelle antérieure et des fonctions [exercées] au sein du groupe Z au moment des faits (fonctions qui l'avaient impliqué directement dans le processus d'établissement des comptes pour l'exercice 2011 et de préparation du communiqué de presse du J mars 2012), Y ne pouvait ignorer le caractère privilégié de l'information dont il disposait le J mars 2012.

65. Dans ses observations écrites, Y admet d'ailleurs qu'il est difficilement contestable que l'opération litigieuse répond aux critères matériels de l'information privilégiée (page 6 des observations écrites déposées au nom de Y).

---

<sup>1</sup> M. WAUTERS, Nieuw recht inzake misbruik van voorkennis, Permanente Vorming Nederlandse Orde van advocaten bij de balie te Brussel, 2005, p. 13.

<sup>2</sup> Cass. 16 mai 2006, TRV 2006, 484-485.

<sup>3</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>4</sup> Décisions de sanction prononcées le 4 avril 2006 par le comité de direction de la CBFA (CBFA Rapport CD 2006, p. 81) et le 3 juillet 2014 par la commission des sanctions de la FSMA.

66. Pour sa défense, Y évoque cependant une simple maladresse de sa part – tirant argument du fait que compte tenu de ses fonctions, il aurait été absurde et incompréhensible de mettre sa carrière et sa réputation en péril dans le seul but de permettre à des managers de souscrire à un plan d'intéressement à des conditions légèrement plus avantageuses.

La commission des sanctions ne saurait admettre un tel argument. Il est indubitable que Y devait savoir que l'information dont il disposait revêtait un caractère privilégié. Partant, Y devait s'abstenir d'effectuer des opérations sur actions Z. La maladresse n'est pas susceptible de l'exonérer, d'autant que cette maladresse est peu crédible compte tenu de sa longue expérience au sein de sociétés cotées. Lors de son audition par la commission des sanctions, Y a d'ailleurs affirmé qu'il connaissait les règles en vigueur.

67. Pour sa défense, Y évoque également le fait qu'il était sous pression au sein de Z, assumant seul de nombreuses responsabilités sans support d'un service juridique. Ici encore, ces circonstances ne sauraient exonérer Y, d'autant que ce qui lui était légalement imposé était, non pas d'accomplir des formalités complexes, mais bien de s'abstenir de procéder à toute opération sur le titre tant que l'information privilégiée dont il disposait n'avait pas été rendue publique.

68. Contrairement à ce qu'a sous-entendu le conseil de Y et de [X] lors de l'audition par la commission des sanctions, le fait que Z était cotée, non pas sur un marché réglementé, mais sur Alternext Brussels (destinée à accueillir des sociétés plus petites et moins sophistiquées) n'est pas non plus un élément de nature à exonérer les protagonistes. En effet, le Roi a fait le choix d'étendre le dispositif préventif et répressif des abus de marché au système multilatéral de négociation Alternext Brussels et ce, afin de promouvoir l'intégrité de cet « autre marché ». Partant, c'est avec la même rigueur que ces règles doivent être respectées et que leur non-respect doit être sanctionné.

69. X et Y affirment encore que l'ordre passé par Y n'était nullement lié à l'information privilégiée, mais visait à mettre en œuvre le plan de participation en faveur des managers P et de l'employée belge. En d'autres termes, Y conteste avoir « utilisé » l'information privilégiée dont il disposait et Y entend ainsi renverser la présomption d'utilisation de l'information privilégiée qui existe dans le chef de tout détenteur d'une telle information.

70. A cet égard, la commission des sanctions rappelle que l'existence d'un lien de causalité entre l'information privilégiée et les opérations effectuées n'est pas requise par l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 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 (Directive abus de marché), a en effet 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>5</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 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.

Il importe donc peu que Y se soit fondé sur l'information privilégiée dont Y disposait dans sa décision d'acheter des actions Z.

---

<sup>5</sup> C.J.C.E., 23 décembre 2009 (Spector) C-45/08, point 62.

71. La Cour de Justice admet cependant que cette présomption d'utilisation de l'information privilégiée soit renversée. Le renversement de la présomption ne saurait toutefois être admis que dans les cas où il est démontré que la connaissance de l'information n'a pas pu objectivement influencer le comportement de celui qui en fait usage. Dans ces cas, l'initié ne fait pas indûment usage de l'avantage dont il dispose vis-à-vis des autres investisseurs par le fait qu'il a connaissance de l'information privilégiée.

72. En l'espèce, X et Y tentent de renverser cette présomption en invoquant les motifs de l'acquisition des actions, soit la nécessité de satisfaire à la demande de l'employée belge et des managers P en acquérant sur le marché 8.000 actions et ce, dès confirmation du versement des fonds par ces derniers. Y invoque également les instructions données par les co-présidents et co-fondateurs de Z, B et C. Selon Y, le fait générateur de l'opération litigieuse serait exclusivement la pression des managers P et les instructions de ses supérieurs et nullement l'information privilégiée dont Y disposait.

Dans ses observations écrites, Y affirme plus précisément que des « *instructions générales dont l'auditeur ignore la teneur* » lui avaient été données par B et C, instructions que Y se devait de respecter, étant dans un lien de subordination par rapport à ces derniers. Y précise que selon ces instructions, l'opération devait avoir un effet neutre pour X et que la ligne directrice était que X ne retirerait aucun bénéfice de ces opérations et qu'elle ne devait pas non plus y perdre (observations écrites de Y, p. 9 et p. 10).

Le conseil de X et de Y reproche ainsi à l'auditeur une approche trop peu nuancée, qui ne retiendrait que les éléments à charge des protagonistes.

73. La commission des sanctions constate que Y avait reçu instruction de la part de B et C d'acquérir des actions Z sur le marché pour le compte de X. L'objectif de l'opération était de permettre à 14 managers de la filiale P du groupe Z, de même qu'à une employée belge, de participer à un plan d'intéressement du personnel à des conditions non pénalisantes. Le plan prévoyait que les actions Z devaient être acquises avant le 30 avril 2012. A cet effet, il avait été convenu que X acquerrait des actions Z sur le marché pour, au final, transmettre des actions nominatives Z (qu'elle détenait déjà) aux managers P et à l'employée belge. Il avait effectivement été convenu que cette opération devait avoir un effet neutre pour X. Il s'agissait en effet d'une sorte de « back-to-back », X acquérant des actions sur le marché pour les revendre ensuite au même prix aux managers. Les instructions reçues par Y n'étaient cependant pas plus précises quant aux modalités et surtout quant au timing de l'opération. Y pouvait en fait acquérir les actions concernées jusqu'au 30 avril (date limite fixée pour la participation des managers au plan d'intéressement). Le choix du timing était sans influence sur la neutralité de l'opération pour X. Quel que soit le timing choisi, X achetait des actions sur le marché pour les revendre au même prix aux managers concernés.

Cette autonomie laissée à Y quant au timing de l'opération est évidemment cruciale puisqu'en l'occurrence, c'est le moment choisi par Y (le J mars 2012 à 12h05) pour placer l'ordre d'acquisition de 8.000 actions qui rend Y coupable d'infraction.

C'est d'ailleurs en raison de cette autonomie laissée à Y quant au timing de l'opération que l'auditeur qualifie à bon droit de « générales » les instructions qui lui avaient été données par B et C. La commission des sanctions estime plus généralement que l'approche suivie par l'auditeur dans son rapport est suffisamment nuancée. L'auditeur analyse d'ailleurs en détail les arguments avancés aux fins de renverser la présomption de lien de causalité. L'auditeur examine donc bien si des éléments peuvent être retenus à décharge à ce niveau. A cet égard, la commission des sanctions rappelle que l'article 70 de la loi du 2 août 2002, dans sa version applicable en l'espèce (tel que modifié par la loi du 2 juillet 2010), ne prévoit plus que l'auditeur doit instruire à charge et à décharge. La commission des sanctions rappelle que ceci ne signifie toutefois pas que l'enquête devrait être dirigée uniquement à charge des protagonistes. 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<sup>6</sup>. La commission des sanctions estime que tel fut le cas en l'espèce.

74. La commission des sanctions relève également que Y n'était nullement tenu de procéder dans l'urgence à l'achat des 8.000 actions Z dès le J mars à midi. Il apparaît au contraire que Y pouvait agir à cet effet jusqu'au 30 avril 2012. D'ailleurs, les ordres d'acquisition ultérieurs ont été introduits les 5, 10 et 11 avril 2012, soit bien plus tard. La pression dont fait état Y de la part des managers P est donc tout à fait relative (et nullement impérieuse) et n'empêchait nullement Y de se tenir à l'obligation (impérieuse) de respecter l'obligation d'abstention à laquelle il était légalement tenu, le J mars 2012, dans l'attente de la publication du communiqué de presse.

En toute hypothèse, ni des instructions de B et C, ni un lien de subordination vis-à-vis de ces derniers, ni a fortiori la pression de managers P n'auraient pu légitimer qu'un directeur financier d'une société cotée en possession d'une information privilégiée commette un abus de marché.

75. La commission des sanctions estime donc que le renversement de la présomption de lien de causalité entre l'information privilégiée et l'ordre litigieux ne saurait être admis en l'espèce car les motifs invoqués afin de justifier la passation de l'ordre, par Y, le J mars 2012, ne permettent nullement de démontrer que la connaissance de l'information privilégiée n'a pas pu objectivement influencer son comportement.

76. Pour sa défense, X invoque encore le fait que Y n'avait aucune intention de nuire lorsque Y passa l'ordre litigieux.

Sur ce point, la commission des sanctions relève que l'intention de nuire n'est pas un élément constitutif 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. Dans l'arrêt susmentionné, 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 abus 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 abus de marché ne prévoit pas expressément de conditions subjectives relatives à l'intention ayant inspiré les agissements matériels. Ainsi, l'article 2, §1 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>7</sup>.

X et Y invoquent également le caractère limité de l'ordre introduit (8.000 actions), estimant que si Y avait voulu commettre un délit d'initié, il aurait introduit un ordre bien plus élevé. Le conseil de X et de Y avance également que le gain que les managers P auraient retiré de l'opération ne serait que de 274 EUR. Il estime par ailleurs que le nombre d'actions acquises par les managers dans le cadre du plan est un élément superflu et que ce qui compte est ce qu'ils ont pu gagner sur l'opération.

77. A cet égard, la commission des sanctions rappelle que la loi ne prévoit pas de seuil de matérialité en deçà duquel une opération serait jugée trop limitée pour constituer un abus de marché. La loi ne prévoit pas non plus que seules les opérations ayant procuré un gain sont susceptibles d'être sanctionnées. L'existence d'un avantage patrimonial n'est pas un élément constitutif de l'infraction. Par contre, l'existence d'un tel avantage devra être prise en compte afin de déterminer le montant de l'amende (voir points 99 et 103 de la présente décision)

---

<sup>6</sup> Voir notamment en ce sens les décisions prononcées par la commission des sanctions le 3 juillet 2014 et le 2 octobre 2014 (rapport annuel FSMA 2014, p. 201).

<sup>7</sup> C.J.C.E., 23 décembre 2009 (Spector) C-45/08, points 31, 32 et 38.

En l'espèce, il est exact que pour Y et la société X, l'opération était financièrement neutre, si ce n'est la satisfaction de réaliser une opération avantageuse pour certains managers de Z. La nécessité d'assurer la neutralité de l'opération pour X faisait d'ailleurs partie des instructions données à Y.

L'abus de marché qui a été commis a, par contre, permis aux managers P et à l'employée belge d'acquérir des actions Z à moindre prix. Ces personnes avaient en effet décidé d'investir environ 32.000 EUR dans la société. L'ordre que Y avait introduit le J mars 2012 portait sur 8.000 actions à un cours limité de 4 EUR. Il a été démontré que Y savait que la publication du communiqué de presse, le J mars 2012, était susceptible d'entraîner une hausse de cours de l'action Z. En conséquence, Y savait qu'une fois que le communiqué serait publié, il était probable que l'investissement de 32.000 EUR que les managers concerné voulaient réaliser dans la société allait leur permettre d'acquérir une quantité moins élevée d'actions Z. Effectivement, si Y avait dû acquérir les actions Z le J+1 mars au cours moyen (4,8 EUR), Y n'aurait pas pu acquérir 8.000 actions, mais seulement 6.666 actions. Autrement dit, il était plus avantageux pour les managers P et l'employée belge que les actions soient acquises sur le marché au cours le plus bas possible, leur permettant ainsi d'en acquérir un plus grand nombre.

Pour le surplus, la détermination exacte de l'avantage patrimonial que les managers P et l'employée belge ont retiré de l'opération importe peu, compte tenu du lien tout à fait indirect entre cet avantage et les protagonistes.

78. Pour sa défense, Y indique également que l'ordre litigieux [...] passé le J mars 2012 n'a pas eu la moindre conséquence sur le marché ou sur une quelconque décision d'investissement ou de désinvestissement de la part d'un investisseur (observations écrites de Y, p. 12).

79. Y laisse ainsi sous-entendre qu'en passant l'ordre litigieux, il n'aurait causé aucun préjudice aux investisseurs, ni au marché en général. Ici encore, la commission des sanctions ne saurait admettre un tel argument. En introduisant un ordre d'achat alors que Y disposait d'une information dont Y ne pouvait ignorer le caractère privilégié, Y 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. Toute asymétrie en matière d'information nuit en effet au bon fonctionnement des marchés.

En outre, 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. Le fait d'introduire un ordre en disposant d'une information privilégiée, sans que cet ordre soit ensuite exécuté, est d'ailleurs également susceptible d'être sanctionné. Ceci étant, dans le cas d'espèce, Y a causé un préjudice aux investisseurs auxquels Y a acheté les 1.748 actions Z alors qu'il disposait d'une information susceptible de provoquer une hausse du cours, ce qu'ils ignoraient. Ces investisseurs n'auraient probablement pas vendu au même prix le J mars s'ils avaient disposé de la même information que Y.

80. Enfin, Y invoque également le fait qu'il aurait été bien plus avantageux d'effectuer l'opération litigieuse le 23 ou le 28 février 2012 (alors que le cours était inférieur à 4 EUR), période au cours de laquelle Y était déjà associé à la préparation des données chiffrées du rapport financier consolidé.

Cet argument ne convainc pas. Tout d'abord, le fait qu'un abus de marché se serait avéré plus avantageux à un autre moment n'est pas un élément de nature à exonérer un contrevenant. Ensuite, ce n'est que fin février qu'il avait été convenu que X acquerrait des actions Z sur le marché dans le cadre du plan d'intéressement. A ce moment, les fonds n'avaient cependant pas encore été versés par les managers P sur le compte de X. Enfin, la qualification d'une information en tant qu'information privilégiée est intimement liée au degré de certitude qui peut être attaché à cette information. Comme on l'a vu, le J mars 2012 à 12h, Y disposait d'une information sur le chiffre d'affaires de Z pour l'exercice 2011 et sur les prévisions pour 2012, information qui était particulièrement stable et objective. Il s'agissait en effet de l'information qui était sur le point d'être communiquée officiellement au marché par Z. L'information

dont Y disposait le 23 ou le 28 février ne revêtait pas le même degré de certitude. La situation à la date du 23 ou du 28 février et celle à la date du 1 mars n'est donc pas identique.

81. 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 dans le chef de Y. Par conséquent, ces éléments constitutifs sont également réunis dans le chef de la société X pour le compte de laquelle Y agissait.

82. Lors de l'audition, le conseil de X et de Y laissa sous-entendre qu'il ne comprenait pas pourquoi les bénéficiaires de l'opération, soit plus particulièrement les managers P participant au plan d'intéressement, n'étaient pas également poursuivis.

La commission des sanctions relève à cet égard qu'il est évident que ces personnes ne devaient pas être poursuivies dans la mesure où aucun indice de délit d'initié n'existe dans leur chef. Hormis la décision de participer au plan d'intéressement qui leur était proposé, ces personnes n'ont pas effectué les acquisitions litigieuses sur le titre Z. Rien n'indique par ailleurs que ces personnes (des managers localisés en P) disposaient de l'information privilégiée détenue par Y. Tout au plus ces personnes ont-elles retiré de l'opération réalisée par Y un avantage patrimonial. Cet avantage - dont on rappelle qu'il n'est pas un élément constitutif de l'infraction d'abus de marché - ne saurait légitimer des poursuites à leur égard.

### 3. Appréciation des éléments constitutifs d'un manquement à l'article 25bis, §2, de la loi du 2 août 2002 dans le chef de X

83. 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 Alternext Brussels, de même que 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 (article 25bis, §2 de la loi du 2 août 2002, tel que rendu applicable au marché Alternext Brussels par l'article 7 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation).

84. Les dirigeants de Z (dont notamment B et C), de même que les personnes étroitement liées aux dirigeants de Z sont donc tenus (et étaient déjà tenus au moment des faits) à cette obligation de notification des opérations effectuées sur le titre Z.

X étant également dirigée par B et C, elle avait à l'époque des faits, la qualité de "personne étroitement liée" à des dirigeants de Z au sens de l'article 2, 23<sup>o</sup>, d), de la loi du 2 août 2002. En vertu de cette disposition, est une personne étroitement liée « toute personne morale, fiduciaire ou autre trust, ou partnership dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 22<sup>o</sup> 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 ». En conséquence, X devait notifier les opérations effectuées sur le titre Z en vertu de l'article 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002.

85. En vertu de l'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché, 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 5.000 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.

86. Sur la base des informations transmises par le service de la FSMA en charge de la surveillance des marchés financiers (pièce 2 en annexe au rapport de l'auditeur), l'enquête de l'auditeur a déterminé que

si X avait effectivement procédé à la déclaration de plusieurs opérations effectuées sur le titre Z, ce n'était pas le cas pour les opérations suivantes (point 82 du rapport de l'auditeur) :

	Date	Nombre d'actions	Contre-valeur EUR
1.	J/03/2012	1.748	7.096
2.	12/04/2012	100	490
3.	13/04/2012	400	1.990
4.	17/04/2012	850	4.163
5.	12/06/2012	100	500

87. Compte tenu de leur montant, la notification des opérations 2 et 3 pouvait être postposée jusqu'à ce que le seuil de 5.000 EUR soit atteint, ce qui fut le cas le 17 avril 2012. De même, la notification de l'opération du 12 juin 2012 pouvait être postposée, mais d'après le rapport de l'auditeur, il n'apparaît pas qu'elle ait été finalement effectuée.

88. Dans ses observations écrites, X indique qu'elle ne poursuivait aucun avantage, ni intention d'aucune sorte en ne faisant pas les déclarations susmentionnées. X invoque une erreur d'inattention.

89. La commission des sanctions relève qu'une infraction à l'article 25*bis*, §2, de la loi du 2 août 2002 est passible de sanction administrative dès que les éléments matériels qui la composent sont rencontrés sans qu'une intention de commettre l'infraction, ni la poursuite d'un aucun avantage doivent être démontrés.

90. La commission des sanctions constate donc que X a commis plusieurs manquements à l'article 25*bis*, §2 de la loi du 2 août 2002 en ne déclarant pas les opérations susmentionnées.

#### 4. Conclusion

91. Il ressort de ce qui précède que Y a commis un 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 lorsque Y introduisit un ordre d'achat de 8.000 actions Z pour le compte de la société X le J mars 2012 à 12h05.

92. Il ressort également de ce qui précède que la société X a commis :

- un 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 lorsque son mandataire, Y, introduisit pour son compte un ordre d'achat de 8.000 actions Z le J mars 2012 à 12h05 ;
- plusieurs manquements à l'article 25*bis*, §2, de la loi du 2 août 2002 en ne notifiant pas à la FSMA une série d'opérations effectuées les J mars, 12, 13 et 17 avril et 12 juin 2012.

#### IV. Sanction

93. 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"*.

94. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions d'infliger :

- à Y une amende égale à 25.000 euros pour 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, et
- à X une amende égale à 25.000 euros pour 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, ainsi qu'une amende égale à 10.000 euros pour le manquement à l'article 25bis, § 2, de la même loi.

Dans la détermination de ces montants, le comité de direction a tenu compte des éléments suivants :

- le fait que Y, qui a acquis les actions pour le compte de X, était, à l'époque des faits, administrateur de X et directeur financier de Z ;
- le fait que X était à l'époque des faits et est toujours le principal actionnaire de Z ;
- le caractère dissuasif que la sanction doit revêtir ;
- pour 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 en particulier, le fait que l'infraction pénale de délit d'initié est punie d'une amende de 300 (50 x 6) à 60.000 (10.000 x 6) euros, et qu'une amende de 25.000 euros constitue donc une sanction raisonnable et proportionnée au regard des faits et de cette fourchette ;
- pour 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 en particulier, le fait que le comité de direction propose une amende de 25.000 euros tant dans le chef de Y que dans le chef de X;
- pour le manquement à l'article 25bis, § 2, de la loi du 2 août 2002 en particulier, le fait que ce manquement concerne plusieurs opérations et non une opération isolée.

Estimant que les manquements ne sont pas excusables et eu égard aux fonctions que Y exerçaient à l'époque, le comité de direction propose par ailleurs à la commission des sanctions que la décision de la commission des sanctions à intervenir fasse l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA. Le comité de direction estime en effet que la publication nominative de la décision de sanction n'est pas de nature à perturber le bon fonctionnement des marchés, ni à créer un préjudice disproportionné compte tenu des manquements reprochés.

95. 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

96. La commission des sanctions estime qu'en commettant les infractions susmentionnées, X et Y ont 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

97. La commission des sanctions considère que les infractions commises sont graves.

98. En tant que directeur financier groupe de Z, Y devait veiller à respecter scrupuleusement la réglementation en matière d'abus de marché. Y ne pouvait ignorer le devoir d'abstention auquel il était tenu, étant en possession d'une information privilégiée. Le fait que Y ait placé l'ordre litigieux pour le compte de la société X et non pour son propre compte est à cet égard irrelevant. En tant qu'administrateur de X et en tant que mandataire de cette dernière, chargé de l'acquisition d'actions Z dans le cadre d'un

plan d'intéressement du personnel, Y devait évidemment veiller à respecter la réglementation en matière d'abus de marché.

99. La commission des sanctions admet cependant comme circonstance atténuante le fait que Y n'a retiré aucun avantage personnel de l'infraction [...] commise, ainsi que le fait que cette infraction a été commise dans le cadre de la mise en œuvre technique d'un plan d'intéressement au bénéfice de tiers.

100. La commission des sanctions relève également les regrets exprimés par Y lors de son audition par la commission des sanctions.

101. La société X doit, quant à elle, assumer la responsabilité de l'infraction commise pour son compte par son mandataire. En tant que principal actionnaire de la société cotée Z, X devait respecter scrupuleusement la réglementation en matière d'abus de marché et veiller à s'abstenir de placer un ordre d'acquisition en étant en possession d'une information dont le caractère privilégié ne pouvait être ignoré. Le fait que X soit elle-même détenue et gérée par des managers de Z (dont Y) renforçait ses liens avec Z et renforçait en conséquence la nécessité d'adopter une attitude irréprochable lors de toute opération sur le titre Z.

Cette nécessité de respecter scrupuleusement la réglementation vaut également en ce qui concerne l'obligation de notifier à la FSMA les opérations sur actions Z conformément à l'article 25 bis, § 2, de la loi du 2 août 2002. Cette obligation, nonobstant son apparence technique, est un élément fondamental dans le dispositif préventif des abus de marché, destiné à assurer la transparence en matière d'opérations d'initiés.

102. Contrairement à ce qu'affirme X dans ses observations écrites, il n'est donc nullement justifié d'infliger à X une amende d'un montant considérablement inférieur au montant de l'amende infligée à Y.

103. La commission des sanctions admet cependant comme circonstance atténuante le fait que X n'a retiré aucun avantage personnel de l'abus de marché, ainsi que le fait que cette infraction a été commise dans le cadre de la mise en œuvre technique d'un plan d'intéressement en faveur du personnel de Z.

104. La commission des sanctions constate l'absence d'antécédents, tant dans le chef de X que dans le chef de Y.

105. Par contre, contrairement à ce qu'affirme le conseil de X et de Y, le fait que le Parquet ait décidé de ne pas poursuivre ces derniers n'est nullement constitutif d'une circonstance atténuante. Le Parquet peut en effet prendre cette décision pour des motifs divers, dont notamment le souci de permettre à la procédure de sanction administrative de suivre son cours, sans qu'il doive y être mis fin au nom du principe « non bis in idem » si une décision définitive venait à être prise par les autorités judiciaires avant son issue.

106. Nonobstant les circonstances atténuantes identifiées par la commission des sanctions, le montant des amendes en matière d'abus de marché doit revêtir un caractère dissuasif.

107. La suspension du prononcé, évoquée par le conseil de X et de Y lors de l'audition par la commission des sanctions n'est pas prévue par la législation en matière de sanction administrative des abus de marché. La loi du 2 août 2002 fixe le montant minimal de l'amende à 2.500 euros.

108. En l'occurrence, les infractions identifiées sont graves et elles sont par ailleurs multiples. Il en va de même des contrevenants. Dans ces circonstances, il appartient à la commission des sanctions de prononcer une amende d'un montant, certes limité, mais qui dépasse néanmoins largement ce plancher minimal et ce, pour chacun des contrevenants.

109. Le comité de direction motive notamment sa proposition de sanction par le fait que l'infraction pénale de délit d'initié est punie d'une amende de 300 (50 x 6) à 60.000 (10.000 x 6) euros.

Même si cette fourchette n'est pas formellement applicable puisqu'on se situe dans la sphère administrative, il paraît effectivement raisonnable et proportionné de prononcer, dans le cas d'espèce, des amendes administratives qui se situent au sein de cette fourchette pour ce qui concerne les infractions à l'article 25, §1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, 1° a), de la loi du 2 août 2002.

110. En conséquence, la commission des sanctions fixe les amendes comme suit :

- dans le chef de Y, une amende de 12.500 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 ;
- dans le chef de X, une amende de 12.500 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 et une amende de 5.000 EUR pour violation de l'article 25 *bis*, §2, de la loi du 2 août 2002.

111. 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.

112. La commission des sanctions estime qu'en l'espèce, la publication de la présente décision n'est pas susceptible de perturber les marchés financiers. Par contre, la commission des sanctions estime que la publication nominative de la décision serait susceptible de causer un préjudice disproportionné à Y dans la mesure où sa carrière professionnelle, qui devrait être encore longue compte tenu de son âge, serait compromise par cette publication qui stigmatiserait l'erreur commise, mais que Y affirme regretter et dont Y n'a tiré aucun profit personnel. Afin de lui éviter ce préjudice disproportionné, il s'avère dès lors nécessaire d'anonymiser la décision à l'égard de tous les protagonistes.

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 Y à une amende de 12.500 EUR et X à une amende de 17.500 EUR ;
- 2) de publier la présente décision de manière anonyme.

Fait à Bruxelles, le 12 juin 2015,

*Michel ROZIE,  
Président*

*Philippe QUERTAINMONT*

*Guy KEUTGEN*