

DÉCISION DU 27 DÉCEMBRE 2021

PRISE AU TERME D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION ADMINISTRATIVE MENÉE À L'ENCONTRE DE [W] EN RAISON D'ÉVENTUELS MANQUEMENTS À L'OBLIGATION DE PUBLICATION D'UNE INFORMATION PRIVILÉGIÉE ET À L'INTERDICTION DE MANIPULATION DE MARCHÉ

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

Vu le règlement 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, le « règlement MAR » ou « MAR »), en particulier ses articles 7, 12, 15, 17,

Vu les articles 70 à 72 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après « la loi du 2 août 2002 »),

Vu le règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions de la FSMA du 18 septembre 2017, approuvé par arrêté royal du 9 octobre 2017,

Vu la décision du 15 novembre 2017 du comité de direction de la FSMA, prise en application de l'article 70, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 d'ouvrir à l'encontre de [W] (ci-après, « [W] ») une instruction portant sur des faits susceptibles de constituer une infraction à l'article 17 du règlement MAR,

Vu la réception par [W] des constatations provisoires de l'auditeur par courrier du 18 mai 2020, et les observations formulées par [W] le 30 août 2020,

Vu le rapport définitif de l'auditeur du 14 décembre 2020,

Vu la décision du 16 février 2021 du comité de direction de la FSMA, prise en application de l'article 71, § 2, de la loi du 2 août 2002, d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre de [W],

Vu la notification des griefs adressée à [W] par courrier recommandé avec accusé de réception daté du 16 février 2021,

Vu le courrier du président du comité de direction du 16 février 2021 au président de la commission des sanctions comportant le rapport définitif de l'auditeur,

Vu le calendrier de procédure comportant les dates de dépôt des observations de [W] et du comité de direction fixé par le président de la commission des sanctions et transmis à [W], à son conseil et au comité de direction de la FSMA le 23 février 2021,

Vu les observations écrites de [W] du 12 mai 2021 et les pièces y jointes,

Vu la convocation à l'audition adressée à [W] par voie recommandée avec accusé de réception le 7 juin 2021, dont copie a été adressée, le même jour, à ses conseils par courrier électronique,

Vu les observations écrites du comité de direction du 12 août 2021,

Vu les observations écrites complémentaires de [W] du 13 septembre 2021 et la pièce complémentaire y jointe,

Vu l'audition du 1^{er} octobre 2021 tenue en présence de [W] [...], [du] directeur du service juridique, et [d'une] collaboratrice du service juridique, représentant le comité de direction, de [...], [l']auditeur, et [d'une] collaboratrice de l'Auditorat,

I. Motivation de la décision

I.1. Présentation de [W]

1. Au moment des faits, en [Année], la société de droit belge [W] est une société holding, à la tête d'un groupe actif dans différents secteurs, quoique largement concentré sur [Secteur d'activité].

[W] est une holding dont l'actionariat était peu dispersé. Deux actionnaires représentaient ensemble plus de 60 % des actions. [Z] [...] détenait environ 45 % des actions et [Y], détenait environ 15 % des actions.

[W] était l'actionnaire unique de la société de droit [étranger] [Q] (ci-après, « [Q] »).

[Q] était l'actionnaire unique de deux sociétés constituant un pôle [Secteur d'activité] (ci-après, « le pôle (...) ») du groupe [W], soit la société de droit [étranger] [WP] et la société de droit [étranger] [WE].

En [Année], le pôle (...) représente 90 % des activités du groupe [W].

2. A l'époque des faits,

- l'administrateur-délégué de [W] (ou « CEO ») est Monsieur A. [...]
- Monsieur B est le « Chief Financial Officer » ou (« CFO ») de [W].

Outre leurs fonctions au sein de [W], Monsieur A et Monsieur B étaient également administrateur de [Q] ainsi que des sociétés constituant le pôle (...).

I.2. Exposé des faits pertinents

3. Le [DATE], [W] a vendu son pôle (...) au fonds d'investissement [M].

La vente du pôle (...) de [W] est intervenue au terme d'un processus dont les principales étapes sont décrites ci-après.

4. Le processus ayant conduit à la vente du pôle (...) de [W] a été entamé au début de l'année (...). Ce processus est mené sous le nom de « Projet Syrah ».

Le [DATE], la société McKinsey fait parvenir à [Q] une offre de services en vue de soutenir [W] dans le désinvestissement de son pôle (...) (« *Support [W] in the disinvestment of the [Secteur d'activités] – Reviewed Economical Proposal* »).

L'offre de services de McKinsey prévoit, à titre principal, une analyse de la situation du pôle (...) de [W] et sa présentation à des éventuels acheteurs sélectionnés (« *notre proposition comprend la systématisation de l'analyse effectuée et sa présentation aux acheteurs potentiels sélectionnés* »¹). Le [Date], un accord écrit est donné à McKinsey en vue d'étudier les aspects stratégiques du Projet Syrah.

Le [Date], un mandat de conseil a également été confié à l'entité [étrangère] du groupe Lazard, spécialisé dans le conseil financier.

¹ Traduction libre de l'extrait suivant: « *our proposal includes the systematization of the analysis conducted and its presentation to potential selected buyers* »

L'objet du mandat de Lazard est défini comme suit : Lazard est engagé à titre exclusif comme conseiller financier de [Q] en lien avec la vente potentielle, en tout ou en partie, de ses unités (...) laquelle peut être réalisée en une transaction ou en une série de transactions² (art. 1).

Le mandat de Lazard est conclu pour une période de 12 mois à dater du [Date] (art. 2).

A la fin du mois de [Date], les avocats de [W], le cabinet [étranger], sont chargés d'entamer un *Vendor due diligence* (« Diligences préalables du vendeur ») en vue d'une transaction dont la forme définitive est encore indéterminée (*share* ou *asset deal*, c'est-à-dire vente d'actions ou vente des biens).

A la même époque, une *data room* (lieu réunissant des informations pertinentes) est mise en œuvre, dans un premier temps afin de permettre l'échange d'informations entre conseillers, et avec pour objectif d'en donner l'accès aux candidats à partir du mois de [Date].

Le [Date], le cabinet de révision Ernst & Young est mandaté afin d'exécuter des tâches de *due diligence* dans le cadre de la vente de participations de [Q] dans l'une et/ou l'autre des sociétés constituant le pôle (...) de [W] (à cette date, Ernst&Young écrit : « Nous vous remercions d'avoir choisi Ernst&Young afin d'accomplir certaines diligences préalables pour [Q] en lien avec la vente d'une participation dans les unités (...) d'une ou plusieurs des filiales de [WP] et [WE] »³).

5. Au cours du [Date], les conseillers mandatés par [Q] dressent différents documents qui sont discutés lors de plusieurs réunions du conseil d'administration de [W].

Le [Date], une présentation de McKinsey est réalisée à l'occasion d'une réunion du Conseil d'administration de [W]. La présentation de McKinsey est discutée sous le seul point de l'ordre du jour de la réunion du Conseil d'administration, soit un point dénommé « Réflexion stratégique pour le pôle (...) » (outre un point 'Divers'). La nature de la réflexion stratégique n'est pas définie par le conseil d'administration de [W] à l'occasion de sa réunion du [Date].

La présentation de McKinsey prendra la forme d'un rapport définitif d'analyse stratégique (...) de [W] daté du [Date]. Ce rapport rappelle en préambule son caractère confidentiel, étant entendu que des copies peuvent en être distribuées à des acheteurs potentiels à l'occasion du 2^e tour d'offre (ou ultérieurement) moyennant le respect de certaines conditions⁴.

Le [Date], le conseil d'administration de [W] se réunit. Le seul point de l'ordre du jour de la réunion (outre un point 'Divers') est la réflexion stratégique sur le pôle (...). Le conseil d'administration y discute le rapport – en forme pratiquement finale – de McKinsey.

Le [Date], le conseil d'administration de [W] se réunit une nouvelle fois, exclusivement au sujet de la réflexion stratégique entamée en ce qui concerne le pôle (...) (outre un point 'Divers'). Le conseil d'administration y poursuit la discussion de l'analyse stratégique de McKinsey et analyse une note de

² Traduction libre de l'extrait suivant: « *Lazard (...) will be engaged to act as sole financial advisor to [Q] (...) in connection with the potential sale, in whole or in part, of (...) business (...) which may be carried out in one or in a series of transactions* ».

³ Traduction libre de l'extrait suivant: « *Thank you for choosing Ernst & Young (...) to perform certain due diligence services (...) for [Q] (...) in connection with the sale of a stake in the (...) business in one or more of the affiliates of [WP] and [WE]* »

⁴ On lit, en page 2 : « *This report may not be used to solicit interest in a transaction. Copies of this report, with our prior written consent, may be made available to potential buyers and their advisors in a second or later round of bidding (...)* ». Traduction libre : « Ce rapport ne peut être utilisé pour solliciter un intérêt pour une transaction. Des copies de ce rapport, avec notre accord écrit préalable, peuvent être mises à la disposition d'acheteurs potentiels et de leurs conseillers lors d'un deuxième tour d'enchères ou d'un tour ultérieur »

l'administrateur-délégué relative à l'état des lieux du projet Syrah établi par le conseiller financier Lazard.

Dans son rapport du [Date], établi à l'intention du conseil d'administration de [W], Lazard présente les différents conseillers⁵ de [Q] chargés d'accomplir des *Vendor due diligence* et décrit les prochaines étapes du processus.

Dans sa présentation des travaux réalisés, Lazard indique que « *d'importants travaux préparatoires ont été entrepris par [W] et ses conseillers au cours des deux derniers mois afin de s'assurer que [W] soit correctement préparée et positionnée avant un processus de vente* »⁶

Parmi les étapes ultérieures présentées par Lazard, figurent la formulation d'offres indicatives suite à la conclusion d'accord de confidentialité avec des acheteurs (« *buyers* »), la préparation d'un projet de convention d'achat d'actions (« *SPA* » pour « *Share purchase agreement* »), la formulation d'offres définitives par un nombre plus restreint de candidats acheteurs et la conclusion des négociations, celles-ci étant estimées pouvoir intervenir vers la fin [Date].

Enfin, Lazard identifie de potentiels acheteurs (« *screening of potential buyer universe* »). Cette énumération fait suite à des discussions avec le management de [Q] (« *En discussion avec la direction, Lazard a établi une liste restreinte de parties potentiellement intéressées à la suite d'un vaste exercice de sélection, y compris des acheteurs stratégiques et financiers* »⁷).

Lazard avait déjà établi, à la date du [Date], un 'script' de conversation téléphonique à l'attention de Monsieur A, aux fins de l'utiliser à l'occasion de contacts avec trois candidats acheteurs identifiés par Lazard ayant d'ores et déjà marqué leur intérêt par une lettre (« *Letter of indication* »).

Le script préparé par Lazard prévoit que Monsieur A propose au candidat acheteur de se présenter ainsi que le projet Syrah aux actionnaires du candidat. Il ressort du script que l'objectif de cette présentation est pour [W] de pouvoir apprécier l'intérêt des actionnaires des candidats en vue d'un éventuel processus formel de vente (« *Mon objectif est de pouvoir faire savoir à mon conseil d'administration et à mes actionnaires que vos actionnaires soutiennent vos efforts en vue d'une transaction, ce qui influencera la décision finale quant à la poursuite d'un processus de vente plus formel pour Syrah* »⁸), de donner plus d'informations au sujet de [W] et d'inciter les candidats à circonscire leur intérêt pour le pôle (...).

Il ressort du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration de [W] du [Date] qu'à cette date, aucune décision n'est prise, sauf celle d'effectuer un sondage auprès d'acteurs du secteur ou de fonds d'investissement. Le conseil d'administration précise en outre qu'en l'absence d'acquéreur, de prix et d'objectif d'investissement par [W] du prix de la cession du pôle (...), cette cession éventuelle du pôle

⁵ Soit Lazard, conseiller financier et en charge de la coordination du projet, McKinsey, en charge des diligences commerciales, Ernst&Young, en charge des diligences financières et fiscales, et le cabinet d'avocats [étranger], en charge des diligences juridiques.

⁶ Traduction libre de l'extrait suivant, en p. 3 du rapport de Lazard du [Date]: « *Significant preparatory work has been undertaken by [W] and its advisors in the past two months to ensure [W] is properly prepared and positioned ahead of a sale process* ».

⁷ Traduction libre de l'extrait suivant, en p. 17 du rapport de Lazard du [Date]: « *In discussion with management, Lazard has developed a short list of potentially interested parties following an extensive screening exercise, including both strategic and financial buyers* ».

⁸ Traduction libre de l'extrait suivant du script : « *My aim is to be able to report back to my Board and shareholders that your shareholders are supportive of your efforts to pursue a transaction, which will factor into the eventual decision on whether to pursue a more formal sale process for Syrah* ».

(...) reste « hautement hypothétique » avec pour conséquence l'absence à ce stade d'une information privilégiée.

Le conseil d'administration de [W] indique aussi proposer, lors de sa réunion du [Date], de mandater Ernst & Young et le cabinet d'avocats [étranger] aux fins de préparer les *Vendor Due diligence*. Il ressort toutefois des pièces du dossier que ces sociétés avaient été contactées dès le mois de février dans cet objectif.

6. Faisant suite à la décision du conseil d'administration de [W] du [Date] d'effectuer un sondage du marché, des accords de confidentialité ont été adressés à 13 sociétés. Ceux-ci ont été signés au début [Date].

Lazard a adressé aux sociétés contactées aux fins de signer l'accord de confidentialité, un document daté du [Date] intitulé « Opportunity Overview » et présentant anonymement le pôle (...) de [W] sous le nom Syrah.

Ces accords, une fois signés, permettaient le partage d'informations relatives aux sociétés du pôle (...) dans le cadre d'une éventuelle transaction de vente de 100 % des actions de chacune des sociétés constituant ce pôle (« *Dans le cadre d'une transaction potentielle (...) comprenant la vente de 100 % du capital social et des droits de vote de [WP] et de 100 % du capital social et des droits de vote de [WE] (...), nous avons accepté de partager avec vous certaines informations confidentielles et exclusives concernant les sociétés.*»⁹). [Q] y est définie en tant que 'venderesse' (« *seller* ») et [W] en tant qu'actionnaire de la venderesse (« *Seller's shareholder* »).

Les accords de confidentialité ont été conclus entre le [Date] et le [Date].

Suite à la signature des accords de confidentialité, un document plus étendu d'information, toujours établi par Lazard, a été adressé aux signataires (un « memorandum d'information »). En préambule, il est rappelé aux sociétés candidates leurs obligations de confidentialité, l'information fournie ne pouvant être utilisée que dans le cadre de la transaction proposée, soit la vente de la totalité des actions des sociétés composant le pôle (...) (« *Le Mémoire d'Information contient des informations et des données confidentielles relatives à [W]. En acceptant le Mémoire d'Information, le destinataire s'engage à (...) utiliser le Mémoire d'Information et les informations y relatives uniquement pour évaluer (...) la vente potentielle de 100% du capital social et des droits de vote de [WP] et de 100% du capital social et des droits de vote de [WE] et de leurs filiales (la "Transaction Proposée")* »¹⁰).

Simultanément semble t'il à l'envoi du memorandum d'information, une *Process letter* invitant les candidats à remettre une offre non liante pour l'acquisition du pôle (...) de [W] a été transmise (« *Lazard (...) vous invite à soumettre une offre indicative préliminaire non contraignante (...) pour*

⁹ Traduction libre de l'extrait suivant : « *In connection with a potential transaction (...) comprising the sale of 100 % of the share capital and voting rights of [WP], and of 100 % of the share capital and voting rights of [WE] (...), we have agreed to share with you certain confidential and proprietary information about the companies* ».

¹⁰ Traduction libre de l'extrait suivant, p. 2 du memorandum d'information : « *The information Memorandum contains confidential information and data relating to [W]. By accepting the Information Memorandum, the recipient agrees that it will (...) use the Information Memorandum and the relative information only to evaluate (...) the potential sale of 100% of the share capital and voting rights of [WP] and of 100 % of the share capital and voting rights of [WE] and their Subsidiaries (the "Proposed Transaction")* ».

l'acquisition de [W] »¹¹). Les candidats étaient invités à préciser, notamment, un prix indicatif d'achat ainsi que l'importance accordée à certains paramètres financiers.

La *Process Letter* informait les candidats des futures étapes du processus, soit la sélection d'un nombre restreint de candidats acheteurs auxquels plus d'informations seraient communiquées, dont un accès donné à une *data room* virtuelle, contenant les rapports de *Vendors Due diligence*, et la possibilité de réaliser des visites sur site avant l'établissement d'un projet de *Share purchase agreement* (soit une convention de cession d'actions).

La *Process Letter* précise également le droit que le vendeur se réserve de rejeter les offres, de mettre fin aux discussions, de mener la vente d'une manière différente de celle annoncée, avec d'autres personnes et, de manière générale, de modifier le processus et toutes procédures relatives à la transaction proposée. Il est enfin exprimé que *l'information memorandum* pas plus qu'aucun autre document ne peut être considéré comme une promesse de vente

7. Le [Date], le conseil d'administration de [W] se réunit et discute à nouveau de la réflexion stratégique sur le pôle (...).

Lazard fait rapport au sujet de la dizaine d'offres non liantes reçues et propose d'organiser un second sondage auprès de 6 candidats acheteurs sélectionnés en fonction de la hauteur de leur offre. Lazard affine également le timing du projet Syrah. D'après celui-ci, des offres liantes seraient demandées pour le [Date] et le closing de la transaction interviendrait le [Date]. Ce timing sera, à quelques jours près, respecté en ses différentes étapes.

Le conseil d'administration de [W] décide de suivre la proposition de Lazard d'effectuer un second sondage restreint.

Dans le cadre d'une éventuelle cession du pôle (...), un cabinet d'avocats belge est entendu sur les possibilités d'attribution du solde de la vente aux actionnaires de [W].

Du reste, comme dans le PV du [Date], le conseil d'administration précise qu'aucune autre décision n'est prise et considère qu'à ce stade, il n'existe pas d'information privilégiée dès lors que la cession du pôle (...) est toujours hypothétique.

8. En vue de la mise en œuvre de la décision du conseil d'administration de procéder à un second sondage, de nouvelles *Process letter* sont adressées à 6 candidats acheteurs sélectionnés.

Par ces courriers, [W] remercie les candidats de la persistance de leur intérêt dans l'acquisition de la totalité des parts des sociétés constituant son pôle (...) (« *Au nom de [Q] (...), Lazard (...) vous remercie de l'intérêt que vous portez à l'acquisition de 100 % du capital social et des droits de vote de [WP] et de [WE] (...) détenus par le Vendeur (la " transaction proposée ")* »¹²).

En vue de la remise de nouvelles offres non liantes, les candidats acheteurs sélectionnés sont mis en possession des rapports de *Vendor due diligence* établis par Ernst & Young, McKinsey et [avocats étrangers]. Les candidats ont également la possibilité d'interroger les conseillers fiscaux et commerciaux de [W].

¹¹ Traduction libre de l'extrait suivant : « *Lazard (...) invite you to submit a preliminary non-binding indicative offer (...) for the acquisition of [W]* ».

¹² Traduction libre de l'extrait suivant : « *On behalf of [Q] (...), Lazard (...) would like to thank you for your continued interest in the acquisition of 100 % of the share capital and voting rights of [WP] and [WE] (...) owned by the Seller (the « Proposed Transaction »)* ».

Les candidats acheteurs étaient invités à formuler, au plus tard le [Date], une nouvelle offre intermédiaire non liante en vue de leur éventuelle participation au second tour du processus, au cours duquel des offres liantes devront être formulées.

La *Process Letter* rappelle à nouveau le droit que le vendeur se réserve de rejeter les offres, de mettre fin aux discussions, de mener la vente d'une manière différente de celle annoncée, avec d'autres personnes et, de manière générale, de modifier le processus et toutes procédures relatives à la transaction proposée.

9. Suite à la remise de nouvelles offres non liantes, Lazard établi un rapport en [Date] (« *Interim Bid Analysis* »).

Ce rapport pointe la nécessité de répondre à certaines inquiétudes formulées par les candidats acheteurs au cours de la phase suivante du processus, soit la phase liante, afin que ces inquiétudes n'aient pas de répercussion sur le prix.

Le rapport conclut que 3 offres sont particulièrement intéressantes.

Ces offres ont été analysées sous plusieurs aspects, soit la valeur de l'entreprise les ayant formulées, la valeur boursière, le multiple d'EBITDA de l'offre pour le pôle (...) (les 3 offres valorisent le pôle (...) à environ 11 fois l'EBITDA des sociétés qui le constitue ou environ 300 millions d'euros pour les actions), les exigences en termes de diligences préalables, le rôle accordé au management de [W], les sources de financement des candidats (les offres ont été formulées par des candidats disposant de fonds conséquents et soutenus par des institutions financières qui ont adressé des lettres de confort (« *support letters* ») et l'identité de leurs conseillers.

Les 3 candidats auteurs de ces offres ayant indiqué leur volonté et leur capacité à respecter le calendrier du processus mis en œuvre, Lazard propose de les inviter à soumettre leur meilleur offre finale et liante. Lazard suggère de laisser aux candidats le temps nécessaire à l'établissement de leur offre et d'indiquer le délai du [Date] aux sociétés [P], [M] et [G].

Lazard adresse son rapport le [Date] à Monsieur A, CEO de [W] et CEO de [Q]. En réponse à cette communication, Monsieur A indique que : « *le Conseil ne peut pas se réunir demain, mais il m'a délégué, ainsi qu'à [Y], la décision de qui passera à la phase suivante* ». Ensemble[...] [Z], et [Y] représentent plus de 60 % des titres de [W].

Monsieur A précise qu'une conférence téléphonique est prévue le lendemain matin, soit le [Date] à 10h30.

10. Suite à cette conférence téléphonique tenue entre Monsieur A et [Y], une nouvelle *Process letter*, datée du [Date], est établie et adressée le lendemain aux 3 candidats acheteurs sélectionnés au terme des deux sondages de marché effectués par Lazard.

Par ce courrier, les candidats sont une nouvelle fois remerciés de leur intérêt persistant à acquérir la totalité des parts des sociétés du pôle (...) détenues par [Q] (« *Nous vous remercions de l'intérêt que vous portez à l'acquisition de 100 % du capital social et des droits de vote de [WP] et de [WE] (...) appartenant à [Q] (...) (le "Vendeur"), formant l'opération proposée* »¹³).

¹³ Traduction libre de l'extrait suivant : « *Thank you for your continued interest in the acquisition of 100 % of the share capital and voting rights of [WP] and [WE] (...) owned by [Q] (...) (the « Seller »), forming the proposed transaction* ».

Comme le proposait Lazard dans son rapport, les candidats sont invités à remettre une offre liante pour le [Date], délai ensuite reporté au [Date].

La *Process Letter* précise que l'« offre liante doit être signée par une personne dûment autorisée »¹⁴ à cette fin.

La *Process Letter* indique qu'un projet de contrat d'acquisition de parts et d'autres documents contractuels fixant les termes et conditions auxquels [Q] serait prêt à conclure la transaction proposée seront fournis aux candidats acheteurs et que ceux-ci ne peuvent que marginalement proposer des modifications à ces documents (« Vous recevrez un projet de contrat de vente et d'achat et d'autres documents relatifs à la transaction (ensemble, les " documents relatifs à la transaction") exposant les termes et conditions auxquels le vendeur serait disposé à exécuter la transaction proposée »¹⁵).

La *Process Letter* mentionne qu'après avoir reçu les offres liantes, [Q] choisira un acquéreur, ayant l'intention commune de conclure un accord définitif d'acquisition de la totalité des parts du pôle (...) de [W] (« Après réception des offres contraignantes, le vendeur sélectionnera un ou plusieurs acquéreurs, avec l'intention mutuellement convenue de signer un accord définitif concernant l'opération proposée »¹⁶).

Enfin, il est précisé dans la *Process Letter* que si le vendeur s'engage à analyser les offres liantes dans les meilleurs délais, [Q] ne s'engage à accepter aucune offre, fût-elle la plus élevée. Similairement à des mentions figurant dans des *process letter* antérieures, [Q] se réserve le droit de rejeter toute offre liante, de mettre fin aux négociations, de mener la vente d'une manière différente de celle annoncée, avec d'autres personnes et, de manière générale, de modifier le processus et toutes procédures relatives à la transaction proposée.

11. Durant la phase d'établissement de l'offre liante, s'étalant du [Date] au [Date], les candidats acheteurs ont, entre autres sources de nouvelles informations, eu accès à la *data room* virtuelle, ont pu poser des questions à [Q] et ont pu effectuer des visites sur site.

12. Le [Date], le conseil d'administration de [W] se réunit. La réflexion stratégique sur le pôle (...) figure à l'ordre du jour. L'administrateur-délégué indique que la situation n'a pas évolué depuis la réunion du [Date] et que le conseil d'administration ne doit donc prendre aucune décision à ce stade.

13. Le [Date], Reuters News publie des informations indiquant que [W] lance la vente de son pôle (...).

Les informations publiées font état de l'engagement de Lazard par [W] aux fins de mener à bien le processus de vente, de la signature d'accords de confidentialité par des candidats acheteurs et de la valorisation attendue des sociétés, soit environ 10 fois l'EBITDA ou environ 400 millions d'euros.

Suite à ces publications, la FSMA contacte [W] et propose la suspension du cours dans l'attente de la publication d'un communiqué de presse. La cotation du titre est suspendue à partir de 16h46, le [Date].

Le lendemain matin, [Date], [W] a publié un premier communiqué de presse.

¹⁴ Traduction libre de l'extrait suivant : « *Your Binding Offer should be executed by a duly authorised officer* ».

¹⁵ Traduction libre de l'extrait suivant : « *You will receive a draft Sale and Purchase Agreement and other transaction-related documentation (together the « Transaction documents ») setting forth the terms and conditions on which the Seller would be willing to execute the Proposed Transaction* ».

¹⁶ Traduction libre de l'extrait suivant : « *After receipt of the Binding Offers, the Seller will select an acquirer(s), with the mutually-agreed intention of executing a definitive agreement with respect to the Proposed Transaction* ».

Ce communiqué se lit comme suit :

« La société a pris connaissance des informations parues dans la presse ce [Date] relativement au prétendu lancement du processus de vente de son pôle (...). Elle entend apporter les commentaires/rectifications suivantes par rapport aux informations publiées. Le Conseil d'Administration de la société a de fait engagé une réflexion stratégique sur l'avenir de son pôle (...) en vue de maximiser la valeur de ce dernier au bénéfice de tous les actionnaires. Cet ensemble a atteint aujourd'hui une dimension très significative sur ses marchés traditionnels avec une présence internationale déjà bien consolidée dans un marché en pleine concentration. Une nouvelle phase de développement réclame entre autres de nouveaux investissements. Différents scénarios sont possibles, en ce compris la recherche de nouveaux actionnaires pour le pôle (...). Dans ce but, [W] a engagé les services de Lazard (...). S'il est exact que des contacts préliminaires ont été initiés avec des investisseurs potentiels, à ce stade aucune décision dans un sens ou dans un autre n'a été prise à ce jour ni même aucune négociation spécifique entamée avec un ou plusieurs investisseurs potentiels. Dans ce contexte, toute spéculation sur la vente de l'ensemble (...) ou sur une valorisation de ce dernier reste prématurée. Conformément à la réglementation applicable, la société informera immédiatement le marché en cas d'existence d'une information privilégiée à cet égard.

Au cours du premier semestre, tel que publié le [Date], la société a réalisé pour son pôle (...) un résultat avant impôts de 11,15 millions d'euros. L'EBITDA récurrent ressortait à 21,91 millions, pour un chiffre d'affaires de 120 millions d'euros. Pour le reste la société n'entend pas commenter les analyses ou les conclusions mentionnées dans la presse sur la valorisation en découlant pour son pôle (...) en comparaison avec d'autres transactions réalisées dans le secteur et dont les chiffres sont connus du public ».

La cotation des titres [W] reprend à 13h, le [Date].

14. Le [Date], [W] publie un second communiqué de presse visant, une nouvelle fois, à réagir à des informations diffusées dans la presse (cette fois, par Mergermarket) et à annoncer la suspension du cours de l'action [W] dans l'attente d'une réunion du conseil d'administration prévue le [Date] afin de se pencher sur des offres attendues d'investisseurs intéressés par le pôle (...).

Mergermarket rapportait la vente prochaine du pôle (...) de [W]. Mergermarket indiquait que Lazard avait été engagé par [W] pour conduire l'opération, que [M] était un des candidats acheteurs.

Le communiqué de presse de [W] se lit comme suit :

« La société a pris connaissance des informations parues dans Mergermarket, une publication spécialisée, ce matin relativement aux prétendus différents investisseurs qui seraient désireux de faire offre pour racheter son pôle (...). Elle entend apporter les commentaires suivants par rapport aux informations publiées.

La société a expliqué dans un communiqué de presse du [Date] que le Conseil d'Administration étudiait différents scénarios stratégiques quant à l'avenir du pôle (...), y compris la recherche de nouveaux actionnaires et/ou la vente de ce pôle.

Dans le cadre de cette dernière option, le Conseil d'Administration a sollicité la remise d'offres de candidats potentiels par l'intermédiaire de Lazard (...) pour le [Date]. Un Conseil d'Administration de la société se réunira le [Date] pour déterminer le scénario qu'il retient quant au futur du pôle

(...) ainsi que pour examiner le contenu des offres éventuelles que la société aurait reçues le [Date]. La société publiera un nouveau communiqué de presse à l'issue de ce Conseil d'Administration afin d'expliquer l'option privilégiée pour l'avenir du pôle (...) et, si, au cas où le Conseil d'Administration s'oriente vers une vente du pôle (...), l'orientation qui serait prise avec un ou des acquéreurs potentiels, en ce compris l'entrée en négociation. Toute spéculation sur l'identité de ces investisseurs potentiels est donc prématurée. Le Conseil d'Administration précise également que, depuis le communiqué du Groupe [W] du [Date], aucune décision relative au pôle (...) n'a été prise par la société, aucune négociation n'a été entamée avec un ou plusieurs potentiel(s) investisseur(s), ni même aucune valorisation de cet ensemble (...) arrêtée.

En attendant, la société a sollicité auprès de la FSMA une suspension de cours jusqu'à la publication du communiqué qu'elle publiera à l'issue du Conseil d'Administration du [Date].

Au cours du premier semestre, tel que publié le [Date], le pôle (...) de la société a réalisé un résultat avant impôts de 11,15 millions d'euros. L'EBITDA récurrent ressortait à 21,91 millions, pour un chiffre d'affaires de 120 millions d'euros. »

15. Les [Dates], les 3 candidats acheteurs toujours en lice remettent leur offre liante.

Suite à la remise de son offre, [G] publie un communiqué de presse, le [Date], dont le contenu a préalablement été discuté et convenu avec les conseillers juridiques belges et [étrangers] de [W] ainsi qu'avec Monsieur A.

Par ce communiqué, [G] indique avoir décidé de soumettre une offre visant à l'achat de 100 % des actions des sociétés du pôle (...) de [W] à l'occasion d'une transaction potentielle. [G] donne des informations quant au soutien dont il dispose auprès d'un consortium de banques et l'intégration de l'éventuelle acquisition du pôle (...) de [W] dans son développement. La base légale mentionnée de cette publication est l'article 17, § 1, du règlement MAR (portant sur la publication d'informations privilégiées).

16. Le [Date], le conseil d'administration de [W] se réunit.

Les administrateurs y discutent l'analyse des offres liantes préparée par Lazard. Les valorisations remises par la société [M] et par la société [P] sont considérées comme bonnes par le conseil d'administration qui note que l'offre de [M] est nettement plus avantageuse eu égard au peu de modifications apportées par [M] à la documentation transactionnelle transmise à l'état de projet.

Le conseil d'administration mandate la direction du groupe de « mener à bien les négociations et la cession du Pôle (...) à l'un ou à l'autre des candidats (le Conseil décide de rejeter l'offre du troisième candidat [G]) le plus rapidement possible »).

Le Président du comité de direction remercie la direction du groupe et en particulier le management du pôle (...) « pour leurs efforts au cours de ce processus lourd et usant et insiste beaucoup sur la rapidité de la finalisation ».

Le conseil d'administration discute en séance un projet de communiqué de presse, dont la finalisation est confiée au conseil belge de [W].

Ce communiqué se lit comme suit :

« [W] ENTAME DES NEGOCIATIONS EN VUE DE LA VENTE DE SON PÔLE (...)

Comme déjà annoncé, la société a entamé il y a quelque temps, avec la collaboration de Lazard (...), une réflexion stratégique sur l'avenir du Pôle (...), détenu par sa filiale à 100 %, [Q] (le Pôle (...)). Après avoir reçu dans un premier temps des marques d'intérêt, elle a reçu ce [Date] plusieurs offres fermes d'achat.

Après réflexion et analyse de ces offres ce jour, le Conseil d'administration (CA) de [W] considère que la meilleure option tant pour l'avenir du Pôle (...) que pour la société et ses actionnaires est la cession de 100% de ce pôle.

Le CA a dès lors décidé à l'issue de sa réunion de ce jour d'engager à partir de ce [Date] des négociations en ce sens.

L'EBITDA récurrent du Pôle (...) sur la période du [Date] au [Date] s'élève à 39,5 M€. Les offres remises par les candidats valorisent ce pôle à un montant égal à 11 à 12 X l'EBITDA récurrent (entreprise value), duquel il faut soustraire l'endettement net et d'autres éléments d'ajustement avancés par les candidats (évalués pour un montant global à environ 140 M€ à ce jour).

La société entend mener ces négociations rapidement et espère arriver à un accord final dans le courant du mois de [Date], accord qui sera bien sûr conditionné aux autorisations réglementaires usuelles.

La société a l'intention de renforcer ses autres activités (...) et de distribuer aux actionnaires, une fois la transaction clôturée, une partie importante des liquidités reçues, selon des modalités et un timing encore à étudier.

La société attire l'attention sur le fait que les négociations vont seulement débiter et que les chiffres précités restent indicatifs et devront être confirmés, aucun d'entre eux ne pouvant être considérés comme certains à ce stade. »

17. Au terme de brèves négociations avec [M], un accord est conclu pour la vente du pôle (...) à cette dernière le [Date].

La conclusion de cet accord est annoncée par un communiqué de presse de [W] qui se lit comme suit :

« [W] VEND SON PÔLE (...) À [M].

La société a conclu ce [Date] un accord concernant la vente de son Pôle (...), détenu par sa filiale à 100 %, [Q] (le Pôle (...)), au fonds d'investissement [M].

[M] a évalué ce Pôle (...), regroupé au sein des sociétés [étrangères], [WP et WE], à un montant de EUR 456.000.000, ce qui donne un prix de vente des actions de ces sociétés de EUR 318.387.000 compte tenu de l'endettement net et d'autres éléments d'ajustement, comme expliqué dans le précédent communiqué du Groupe [W] du 3 novembre 2016.

Cette vente du Pôle (...) a lieu sous la condition suspensive de l'approbation des autorités de contrôle de la concurrence [étrangères]. Cette condition doit être satisfaite au plus tard six mois après la conclusion de cette vente, avec la possibilité d'extension du délai, mais les conseils des parties n'anticipent pas d'opposition dans la mesure où il n'y a aucun chevauchement entre les activités des filiales de [M] et celles développées par le Pôle (...), et s'attendent à un « clearing » dans les deux mois du dépôt du dossier qui sera fait d'ici fin novembre.

La société a l'intention de renforcer ses autres activités (...), et de distribuer aux actionnaires, une fois la transaction clôturée, une partie importante des liquidités reçues, selon des modalités et un timing encore à étudier.

[M] est un fonds d'investissement européen ayant levé des capitaux pour plus de EUR 20 milliards jusqu'à aujourd'hui. [M] possède un portefeuille d'investissements composé d'entreprises leaders sur leur marché, et privilégie la croissance et la réussite à long terme. Elle investit dans des sociétés à la gestion saine, et travaille en étroite collaboration avec les équipes de gestion. Toutes les équipes de gestion du Pôle (...) conservent leurs fonctions. »

I.3. Griefs

18. Au terme de son enquête, l'auditeur a conclu que les faits tels qu'examinés dans son rapport constituent, dans le chef de [W], des manquements à l'article 17, d'une part, et aux articles 15 *juncto* 12, § 1, c), d'autre part, du règlement MAR.

En particulier, [W] aurait manqué à son obligation de publier une information privilégiée dès que possible, soit à dater du [Date], et aurait, en diffusant des informations donnant ou susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses par ses communiqués de presse des [Date] et [Date], manipulé le marché.

19. Le comité de direction a décidé de retenir les constatations de l'auditeur à titre de griefs à l'encontre de [W].

Le comité de direction propose à la commission des sanctions d'infliger une amende d'un montant de 500.000 EUR à [W].

Compte tenu du fait que, d'après le comité de direction, les manquements reprochés à [W] ne sont pas excusables, le comité de direction a en outre proposé à la commission des sanctions de publier nominativement sa décision.

I.4. Discussion

I.4.1. De l'écartement des pièces du dossier de l'auditeur ayant trait à la négociation non aboutie d'un règlement transactionnel avec la FSMA

20. L'auditeur a inclus dans son dossier de pièces des échanges d'emails entre ses services et les conseils de [W] à l'occasion de négociations non abouties en vue de la conclusion d'un règlement transactionnel.

21. [W] demande, par voie de conclusions, l'écartement de ces pièces (soit les pièces numérotées A.46 à A.64 dans le dossier de pièces de l'auditeur).

[W] soutient que l'inclusion de ces pièces dans le dossier de l'auditeur porte atteinte au principe de l'égalité des armes, composante du droit à un procès équitable.

22. Le comité de direction soutient pour sa part qu'il n'y a pas lieu à écartement des pièces critiquées.

Le comité de direction indique que la loi du 2 août 2002 n'interdit pas à l'auditeur d'inclure dans son dossier des pièces relatives à la négociation non aboutie d'un règlement transactionnel. Le comité de

direction indique également que la présence des pièces critiquées n'est pas de nature à porter atteinte à [W], ces pièces ne soutenant pas la démonstration des griefs allégués.

23. La commission des sanctions décide de ne pas avoir égard aux pièces A.46 à A.64 incluses dans le dossier par l'auditeur.

La procédure devant la commission des sanctions est de nature administrative mais à caractère pénal en raison de la qualification de sanction à caractère pénal des amendes administratives que la commission des sanctions peut imposer.

En matière pénale, l'article 216*bis*, § 2, al. 8-10 du Code d'instruction criminelle exprime le principe selon lequel les documents rédigés et les communications orales faites pendant la négociation préalable à l'homologation de la transaction pénale ne peuvent être utilisés à charge de la personne poursuivie.

Cette disposition a été insérée dans le Code d'instruction criminelle par une loi du 18 mars 2018 modifiant diverses dispositions du droit pénal, de la procédure pénale et du droit judiciaire afin de permettre la participation « sans réticence » des parties (Projet de loi modifiant diverses dispositions du droit pénal, de la procédure pénale et du droit judiciaire, 6 novembre 2017, DOC 54 2753/001, p. 31).

Par analogie avec les principes en vigueur en matière pénale, la commission des sanctions considère que dans le cadre de négociations préalables à la conclusion d'un règlement transactionnel, la partie poursuivie doit pouvoir échanger avec la FSMA sans crainte de voir le contenu de ses échanges ultérieurement produits devant la commission des sanctions, dans l'hypothèse où les négociations n'aboutiraient pas.

La commission des sanctions veille à appliquer les principes généraux de droits de la défense, dans la mesure où ils s'appliquent aux procédures administratives, notamment en ses aspects de respect de la présomption d'innocence, d'égalité des armes et de procès équitable.

Par conséquent, les pièces exclusivement afférentes aux négociations préalables à la conclusion d'un règlement transactionnel, tels que les échanges de courriers entre l'auditeur et la partie poursuivie au sujet d'un éventuel règlement transactionnel ou, par hypothèse, un projet de règlement transactionnel, sont à considérer comme intrinsèquement confidentielles et ne devraient pas être inclus dans le dossier que le comité de direction soumet à la commission des sanctions.

1.4.2. Appréciation des griefs

– Cadre légal applicable au moment des faits

24. Le comité de direction reproche à [W] d'avoir manqué à son obligation de publier une information privilégiée, à dater du [Date], et d'avoir manipuler le marché, en contrariété avec des obligations et interdictions prévues par le règlement MAR.

Dans ses observations écrites de synthèse, [W] souligne qu'« *au moment des faits, le MAR n'était en vigueur que depuis 2 mois et il n'y avait aucune jurisprudence disponible* ».

25. Le règlement MAR, soit le règlement 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, sur les abus de marché a été adopté le 16 avril 2014. Ce règlement, publié le 12 juin 2014 au Journal Officiel (JO L 173, p. 1), est entré en vigueur le 2 juillet 2014 (conformément à l'article 39, § 1).

Le règlement MAR n'est toutefois entré en application qu'à la date du 3 juillet 2016 (art. 39, § 2 MAR). La raison du décalage entre l'entrée en vigueur et l'entrée en application de MAR est expliquée au considérant 87 du règlement.

Les exigences et interdictions contenues dans MAR sont liées à celles figurant dans un autre texte de droit européen, la directive MiFID II (directive 2014/65 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers), en sorte que le législateur européen a considéré nécessaire que ces textes entrent en application à la même date.

Or, la directive MiFID II devait, au terme de son article 93, § 1, être transposée pour le 3 juillet 2016.

26. Au moment des faits, le règlement MAR, quoique d'application récente, était déjà en vigueur depuis plus de 2 ans et faisait ainsi déjà partie du paysage juridique de la réglementation en matière d'abus de marché.

En outre, tel qu'il sera examiné ci-après en regard de chacun des griefs, le règlement MAR ne constitue pas, sous l'angle de la réglementation des abus de marché, une législation toute à fait neuve dès lors qu'il s'inscrit dans le prolongement de la directive 2003/6 du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, dite directive « MAD », et consolide des interprétations de la Cour de Justice de l'Union Européenne.

– Existence d'une information privilégiée

27. Dans le règlement MAR, la définition de l'information privilégiée est, principalement, définie comme :

*« une information à caractère **précis** qui n'a **pas été rendue publique**, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, 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 le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés »* (art. 7, § 1, a) MAR) (soulignement ajouté).

Cette définition correspond presque mot pour mot à celle figurant précédemment dans la directive MAD, laquelle a été transposée à l'article 2, 14°, al. 1^{er}, de la loi du 2 août 2002, désormais abrogé, par un arrêté royal du 24 août 2005¹⁷.

Avant l'entrée en application de MAR, avant le 3 juillet 2016 donc, la définition de l'information privilégiée en Belgique était la suivante :

*« 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 ».*

Il ressort d'une lecture comparée des définitions ancienne et contemporaine que celles-ci ne comportent pas, en substance, de différence.

¹⁷ Arrêté royal modifiant, en ce qui concerne les dispositions en matière d'abus de marché, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, M.B. 9 septembre 2005.

Les caractéristiques d'une information privilégiée sont les mêmes, soit une information non publique, ayant un caractère précis, susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers (dérivés) concernant (in)directement un émetteur ou un instrument financier.

La commission des sanctions examine ci-après ces caractéristiques.

- *L'information privilégiée telle que définie par l'auditeur*

28. A la date du [Date], l'auditeur et le comité de direction de la FSMA considèrent que [W] disposait d'une information privilégiée que [W] aurait dû divulguer au marché.

Cette information privilégiée résiderait dans la décision prise par [W], le [Date], suite à l'analyse d'offres non liantes appréciant le pôle (...) à environ 430 millions d'euros reçues au terme d'un 2^e sondage de marché, dans le cadre d'un processus déjà bien avancé ayant conduit à la vente du pôle (...), de poursuivre le processus, via les personnes mandatées pour ce faire, avec 3 candidats, soit [M], [P] et [G], ces derniers étant invités à communiquer une offre liante et des commentaires limités sur des documents contractuels visant à l'acquisition de la totalité des actions et droits de vote des sociétés formant le pôle (...) de [W] pour la fin du mois [Date].

29. L'auditeur précise dans son rapport que l'information privilégiée concerne une étape intermédiaire du processus ayant conduit à la vente du pôle (...).

L'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur n'est donc pas la cession du pôle (...) en tant que telle mais une étape intermédiaire d'un processus y ayant abouti.

30. Un élément de l'information qualifiée privilégiée telle que définie par l'auditeur est contesté par [W]. [W] conteste le fait qu'elle aurait pris la décision de poursuivre le processus de vente entamé avec certains candidats sélectionnés au terme de 2 sondages de marché, organisés par Lazard.

[W] invoque que le rapport de Lazard ayant conduit à l'envoi de *process letter* invitant à la remise d'offres liantes n'aurait pas été mis à disposition de [W] et n'était à la disposition que de [Q]. [W] invoque en outre l'absence de décision de son conseil d'administration reflétée dans un procès-verbal.

31. S'il est exact qu'une décision du conseil d'administration de [W] de poursuivre le processus le [Date] ne figure pas au dossier de pièces, une telle décision, prise en connaissance de cause, n'est pas douteuse.

Il a été rappelé au § 9 ci-dessus que, la veille, le [Date], Monsieur A, CEO de [W] et CEO de [Q], ayant reçu le rapport de Lazard écrit à Lazard, lui répond: « *le Conseil ne peut pas se réunir demain, mais il m'a délégué, ainsi qu'à [Y], la décision de qui passera à la phase suivante* ».

Il ressort clairement de ce courriel de Monsieur A que (1) le conseil d'administration de [W], dont Monsieur A est le CEO, est informé du rapport de Lazard établi au terme du 2^e sondage de marché, (2) du fait que ce 2^e sondage implique une décision pour la phase suivante du processus et (3) que le Conseil a confié, non pas à un mais à plusieurs administrateurs, soit ceux représentant les deux principaux actionnaires de [W] ([Z] [...] et [Y]), le soin de prendre les décisions requises. Ce mandat s'inscrit en outre dans le cadre du mandat général informel conféré à Messieurs A, CEO, et B, CFO, par le conseil d'administration de [W], de mener à bien la réflexion stratégique de l'avenir du pôle (...), dont [W] rappelle l'existence dans ses observations.

Dans ces circonstances, l'absence de procès-verbal en bonne et due forme actant une décision du conseil d'administration ne peut emporter une conclusion selon laquelle la décision de poursuivre le processus n'aurait pas été prise par [W]. Au demeurant, il ne ressort pas du dossier la moindre contestation de la société quant à la poursuite du processus de cession du pôle, quand bien même la certitude de la cession n'était-elle au [Date] pas absolue.

A cet égard, le fait que le procès-verbal du [Date] du conseil d'administration de [W] mentionne qu'il n'y a pas encore de décision à prendre quant au futur du pôle (...) n'apparaît pas diachronique. A la date du [Date], le conseil d'administration de [W] n'avait en effet pas de décision à prendre quant à la cession ou pas du pôle (...) dès lors que les invitations à remettre une offre liante venaient d'être adressées aux candidats sélectionnés au terme des 2 sondages de marché.

32. La commission des sanctions examine ci-dessous si l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur satisfait aux conditions du règlement MAR.

D'après [W], la FSMA serait tenue à une appréciation marginale et ne pourrait substituer son opinion quant à la qualité d'information privilégiée ou pas d'une information à celle de la société concernée elle-même.

La commission des sanctions rejette une telle interprétation. A la suivre, la commission des sanctions serait tributaire des émetteurs et de leur interprétation des informations privilégiées. Si, *a priori*, une certaine prudence s'impose dès lors que les circonstances factuelles peuvent être complexes et mouvantes, il ne fait pas de doute que, *a posteriori*, dans le cadre de la répression des abus de marchés, la commission des sanctions n'est pas tenue par l'interprétation des faits telle que réalisée par l'émetteur mais doit, au contraire, dûment analyser, *ex ante*, les critères de qualification d'une information en tant qu'information privilégiée.

- *Quant au fait que l'information concerne directement un émetteur ou un instrument financier*

33. Il n'est pas contesté que l'information concerne [W], soit une société de droit belge dont les instruments financiers étaient à l'époque des faits cotés sur Euronext Brussels, soit un marché réglementé.

Cette condition à la qualification en tant qu'information privilégiée est donc remplie.

- *Quant au caractère non public de l'information privilégiée*

34. [W] conteste le caractère non public de l'information privilégiée.

D'après [W], le caractère public de l'information privilégiée serait établi par les faits suivants :

- Il était de notoriété publique que [W] suivait les mouvements du marché (...), ce qui serait attesté par des déclarations réalisées à l'occasion de l'assemblée générale annuelle de [W] tenue à la fin du mois de [Date] ;
- La valeur de l'action [W] était sous-évaluée alors que les informations permettant de la valoriser étaient publiquement disponibles ;
- Le multiple de l'EBITDA utilisé dans des opérations similaires de M&A dans le secteur (...) est de notoriété publique ; et

- L'EBITDA du pôle (...) pour l'exercice précédent la cession des parts des sociétés du pôle (...) figure dans le rapport annuel [Date] de [W].

35. Le caractère non public d'une information privilégiée ne fait pas l'objet d'une définition légale.

L'appréciation du caractère non public d'une information privilégiée apparaît donc devoir être réalisée en fait selon le sens commun des termes 'non publics', en tenant compte, le cas échéant, de critères d'appréciation dégagés par la jurisprudence, en ce compris étrangère, ou par la doctrine.

36. La commission des sanctions considère en l'espèce que les éléments factuels développés par [W] ne sont pas pertinents pour démontrer le caractère public de l'information privilégiée.

Les éléments développés par [W] sont en effet largement étrangers à l'information privilégiée telle que définie par l'auditeur.

Les éléments développés par [W] quant au caractère public de l'information privilégiée visent tous à démontrer qu'au moment des faits, la valeur du pôle (...) était calculable sur la base d'informations publiques et que cette valeur ne constituait donc pas une information privilégiée.

Or, la valeur du pôle (...) n'est pas l'information privilégiée.

La valeur du pôle (...) ne forme qu'un des éléments de l'information privilégiée telle que définie par l'auditeur.

37. La commission des sanctions considère que l'information privilégiée telle que définie par l'auditeur et rappelée au paragraphe 28 de la présente décision n'était pas publique.

- *Quant au caractère précis de l'information privilégiée*

38. Quant au caractère précis de l'information, MAR dispose que :

« 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, si elle est suffisamment précise pour qu'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 (...).

À cet égard, dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement » (art. 7, § 2 MAR).

Et précise, en son article 7, § 3, que :

« Une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux critères relatifs à l'information privilégiée visés au présent article ».

Avant l'entrée en application de MAR, la directive 2003/124 du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché disposait déjà en son article 1, § 1, qu'une information est privilégiée « 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 les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

Cette disposition avait été transposée en termes identiques à l'alinéa 5 de l'article 2, 14°, de la loi du 2 août 2002 (article aujourd'hui abrogé) par un arrêté royal du 24 août 2005¹⁸.

39. Le fait qu'une étape intermédiaire puisse être considérée comme constituant une information privilégiée n'est pas nouveau.

MAR, à cet égard, cristallise la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne (ci-après, « CJUE ») interprétant l'ancienne législation européenne en matière de prévention et répression des abus de marché, la directive MAD.

En 2012, la CJUE avait ainsi déjà décidé dans son arrêt *Geltl* que « *une information relative à une étape intermédiaire qui s'inscrit dans un processus étalé dans le temps peut constituer une information à caractère précis* » (CJUE, *Geltl c. Daimler*, C-19/11, 28 juin 2012, § 38).

A la suite de la CJUE, la commission des sanctions a, à plusieurs reprises, considéré qu'une information relative à une étape intermédiaire d'un processus étalé dans le temps peut être considérée comme précise sans que le processus dans lequel s'inscrit cette étape ne soit certain (décisions du 12 mars 2013, 17 juin 2013, 2 octobre 2014 et 20 novembre 2015).

40. Afin d'établir le caractère précis d'une information, deux tests visant à vérifier les conditions de la définition de la précision de l'information sont à réaliser, soit le test de matérialité et le test de spécificité de l'information.

40.1. Le test de matérialité vise à vérifier que l'information 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* ».

En d'autres termes, le terme de matérialité vise à s'assurer que l'information peut faire l'objet d'un constat objectif. Il faut que l'information soit réelle et puisse être vérifiée.

A l'aune des éléments de preuve figurant au dossier, l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur apparaît matérielle.

L'information concerne une étape intermédiaire d'un processus ayant conduit à la cession de la totalité des parts du pôle (...) de [W].

Cette étape intermédiaire fait suite à d'autres étapes s'étalant sur plusieurs mois et relatées dans l'exposé des faits, en particulier les mandats donnés à différents conseillers juridiques, fiscaux et financiers afin d'examiner une possible cession du pôle (...), une analyse stratégique approfondie du pôle (...) et de sa situation sur le marché, un suivi rapproché de [W] attesté par les procès-verbaux de plusieurs réunions de son conseil d'administration et l'intense correspondance électronique entre les CEO et CFO de [W] avec les conseillers mandatés, l'absence de toute autre piste que la cession dans le cadre de la réflexion stratégique entamée par [W] dès le début de [Date] et la sélection progressive de

¹⁸ Arrêté royal modifiant, en ce qui concerne les dispositions en matière d'abus de marché, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, M.B. 9 septembre 2005.

candidats potentiels tenus par un accord de confidentialité auxquels a été demandée la formulation d'offres chiffrées non liantes sur le fondement de la communication d'informations de plus en plus détaillées relatives au pôle (...).

L'étape intermédiaire que l'auditeur qualifie d'information privilégiée, eu égard aux circonstances qui l'entourent rappelées au paragraphe précédent, satisfait au test de matérialité.

Ces circonstances ne sont en rien une rumeur ou le fruit de spéculation.

Le fait que la cession n'était pas absolument certaine, quoi qu'elle apparaissait très vraisemblable eu égard aux nombreux éléments figurant au dossier, ne permet pas d'écarter la matérialité, c'est-à-dire la réalité, de l'étape intermédiaire de ce processus et donc la matérialité de l'information selon laquelle [W], le [Date], suite à l'analyse d'offres non liantes appréciant son pôle (...) à environ 430 millions d'euros reçues au terme d'une 2^e sondage de marché, dans le cadre d'un processus déjà bien avancé ayant conduit à la vente du pôle (...), a décidé de poursuivre ce processus, via les personnes mandatées pour ce faire, avec 3 candidats, soit [M], [P] et [G]. Ces derniers ont été invités à communiquer une offre liante et des commentaires limités sur des documents contractuels visant à l'acquisition de la totalité des actions et droits de vote des sociétés formant le pôle (...) de [W] pour la fin du mois [Date].

40.2. Le test de spécificité vise à vérifier que l'information est « *suffisamment précise pour qu'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 (selon les termes de l'article 7, § 2, de MAR).

Le 'on' visé dans la définition de l'information privilégiée est un investisseur raisonnable. Pour pouvoir considérer que l'information est spécifique, il faut qu'un investisseur raisonnable puisse en tirer une conclusion. En d'autres termes, l'information doit être suffisamment caractérisée pour qu'un investisseur raisonnable puisse déterminer l'effet possible de cette information sur le cours de Bourse.

La CJUE a en outre décidé, dans un arrêt de 2015, que la possibilité de déterminer si l'effet possible sur le cours sera haussier ou baissier est sans influence sur le caractère précis d'une information.

Dans cet arrêt *Lafonta*, la CJUE a ainsi décidé que « *en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, (...) pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis (...) [les dispositions applicables n'exigent pas qu']il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques* » (CJUE, *Lafonta c. AMF*, 11 mars 2015, C-628/13).

Afin de parvenir à cette conclusion, la CJUE rappelle les considérants de l'ancienne directive MAD qui expliquent que la finalité de la réglementation en matière d'abus de marché est « *d'assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union européenne et de renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées* » (§ 21).

A l'aune des éléments de preuve figurant au dossier, l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur répond au test de spécificité, un investisseur raisonnable pouvant déduire de cette information un effet possible sur le cours de l'action [W].

La possible cession de la totalité du pôle (...) était de nature à avoir un effet sur le cours de l'action [W] dès lors que cette activité représentait 90 % du chiffre d'affaires de [W].

Le [Date], [W], entourée de plusieurs conseillers, était fortement engagée dans un processus de cession de son pôle (...) et requérait de candidats acheteurs sélectionnés au terme de 2 précédents sondages de marché ayant dégagé une valorisation de son pôle (...) correspondant à des valorisations d'autres cessions de sociétés actives dans [le secteur concerné] intervenues récemment.

Cette information, dans le contexte d'une vague de consolidation dans le secteur (...), était suffisamment caractérisée pour permettre à un investisseur raisonnable d'en déduire un possible effet sur le cours, si cette information devait être rendue publique.

41. Il résulte des pièces figurant au dossier que l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur était précise, répondant à la fois aux tests de matérialité et de spécificité.

Le fait que l'information est relative à une étape intermédiaire d'un processus dont l'issue était incertaine n'est pas de nature à affecter son caractère précis.

- *Quant au fait que l'information privilégiée était susceptible d'influencer sensiblement le cours de [W]*

42. Pour pouvoir être qualifiée de privilégiée, une information doit être susceptible d'une influence sensible sur le cours, en l'espèce d'un instrument financier, si elle était rendue publique.

L'article 7, § 4, al. 1 du règlement MAR dispose qu'une information est réputée d'influence sensible si « *un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser [cette information] comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* ».

Un examen des versions linguistiques anglaise et néerlandaise du texte de l'article 7, § 4, alinéa 1 du règlement MAR indique que par influence sensible sur le cours, il faut comprendre une influence 'significative' sur le cours (la version anglaise évoque ainsi « *a significant effect on the prices* » et la version néerlandaise, « *een significante invloed (...) op de koers* »). Une information dont l'impact serait marginal en cas de communication publique n'est donc pas susceptible d'être qualifiée de sensible.

Le considérant 14 du règlement MAR indique que « *Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations déjà disponibles, c'est-à-dire sur les informations disponibles ex ante. Il s'ensuit que la question de savoir si un investisseur raisonnable est susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information particulière devrait être appréciée sur la base des informations disponibles ex ante. Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question, compte tenu de l'ensemble des activités de l'émetteur qui y sont liées, de la fiabilité de la source d'information et de toutes les autres variables de marché susceptibles, dans les circonstances données, d'avoir un effet sur les instruments financiers concernés, les contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou les produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission* ».

Le considérant 15 du règlement MAR limite l'usage des informations *ex post* lesquelles peuvent « *servir à vérifier la présomption de sensibilité des cours aux informations disponibles ex ante* ».

43. Une certaine coïncidence doit être constatée entre le test de spécificité de l'information permettant d'établir son caractère précis et l'influence sensible de l'information.

Afin de constater que le test de spécificité est rempli, il convient en effet de constater que l'information est susceptible d'influencer le cours. Ce point ayant été constaté, il convient de vérifier que l'influence de l'information sur le cours est non seulement possible mais aurait également été sensible, c'est-à-dire qu'elle aurait été significative.

44. Eu égard aux éléments d'appréciation mentionnés au considérant 14 du règlement, l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur satisfait à l'exigence de sensibilité.

L'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur porte sur la décision de [W] de poursuivre le processus de cession possible de son pôle (...), valorisé à environ 430 millions d'euros par plusieurs candidats acheteurs potentiels au terme de 2 sondages de marché, lequel constituait 90 % de ses activités.

Un investisseur raisonnable, disposant de l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur, pouvait anticiper un impact sur le cours significatif eu égard à la part essentielle du pôle (...) dans les activités de la holding [W]. La décision de [W] de poursuivre le processus de cession possible de ce pôle, eu égard au phénomène de concentration dans le secteur de (...) et du fait que l'information venait de [W], confirme pour autant que de besoin la sensibilité de l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur sur le cours de l'action [W], selon les critères d'appréciation mentionnés au considérant 14 du règlement MAR.

Dans ces conditions, l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur, ayant trait à une étape intermédiaire d'un processus de cession possible du pôle (...) de [W] est sensible.

Le fait que la sous-évaluation du pôle (...) pouvait se déduire d'informations par ailleurs publiquement disponibles n'est pas de nature à disqualifier le caractère sensible de l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur. Il a déjà indiqué, à l'occasion de l'examen du caractère public de l'information, que la valorisation du pôle (...) est *un* élément de l'information qualifiée de privilégiée mais n'est *pas le seul* élément retenu par l'auditeur.

La commission des sanctions considère que l'information qualifiée de privilégiée était susceptible, si elle avait été rendue publique, d'influencer sensiblement le cours de l'action [W].

▪ Conclusion

45. L'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur, soit la décision prise par [W], le [Date], suite à l'analyse d'offres non liantes appréciant le pôle (...) à environ 430 millions d'euros reçues au terme d'un 2^e sondage de marché, dans le cadre d'un processus déjà bien avancé ayant conduit à la vente du pôle (...), de poursuivre le processus, via les personnes mandatées pour ce faire, avec 3 candidats, soit [M], [P] et [G], ces derniers étant invités à communiquer une offre liante et des commentaires limités sur des documents contractuels visant à l'acquisition de la totalité des actions et droits de vote des sociétés formant le pôle (...) de [W] pour [Date], est une information non publique, précise, sensible et concernant un émetteur d'instruments financiers cotés. Cette information est bien une information privilégiée.

– Quant au manquement à l'article 17 du règlement MAR relatif à la publication d'informations privilégiées

46. Le comité de direction fait grief à [W] de ne pas avoir publié dès que possible après le [Date] l'information privilégiée la concernant, en violation de l'article 17, § 1, 1°, du règlement MAR.

Le comité de direction soutient, à titre subsidiaire, que [W] ne peut pas prétendre avoir légitimement retardé la publication de l'information privilégiée dès lors que les conditions de forme à satisfaire pour pouvoir procéder à un tel report n'ont pas été remplies. Le comité de direction relève en particulier que [W] n'a pas du tout publié l'information privilégiée, et n'a par conséquent pas satisfait à l'obligation d'information de la FSMA immédiatement après avoir publié une information privilégiée dont la publication a été reportée.

47. [W] soutient, à titre principal, que l'information dont elle disposait le [Date] n'était pas une information privilégiée en sorte qu'aucun manquement à l'obligation de publication d'une information privilégiée ne peut lui être reproché.

A titre plus subsidiaire, [W] soutient que les conditions au report de l'information privilégiée étaient réunies.

[W] rappelle l'article 17, § 4, al. 2, du règlement MAR qui permet le report d'une information privilégiée concernant un processus se déroulant en plusieurs étapes.

[W] soutient ainsi que la protection du processus en cours représente un intérêt légitime au report de communication de l'information privilégiée, que ce report n'était pas de nature à induire le marché en erreur dès lors que cette information ne contredisait pas d'autres informations publiquement disponibles et, enfin, qu'elle avait pris toutes les mesures nécessaires afin d'assurer la confidentialité du processus de cession du pôle (...).

[W] ne conteste pas ne pas avoir communiqué l'information privilégiée à la FSMA après la fuite de cette information dans la presse le [Date].

48. L'article 17, § 1er, al. 1, du règlement MAR, qui impose la publication d'informations privilégiées dispose que « *Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* ».

Aux termes du considérant 49 du règlement MAR, la publication d'information privilégiée vise à « *prévenir les opérations d'initiés et éviter que les investisseurs ne soient trompés* ».

Il a déjà été établi ci-avant que l'information qualifiée de privilégiée par l'auditeur répond à la définition légale d'une information privilégiée (§ 45).

[W], en possession de cette information au [Date], devait la publier 'dès que possible'.

Or, bien que [W] soutienne, sans l'étayer, qu'elle évaluait à chaque étape la qualité des informations dont elle disposait (voir les observations de synthèse de [W], § 73, p. 39), l'information privilégiée n'a pas été publiée dès que possible.

Cette information privilégiée n'a même pas été publiée du tout.

49. Le règlement MAR comprend deux chapitres substantiels, le premier est relatif à la répression des abus de marchés (délit d'initié, divulgation illicite d'information privilégiée et manipulation de marché), le second dispose les obligations de divulgation qui s'imposent aux émetteurs.

A certaines conditions, afin de protéger des intérêts légitimes, la publication d'une information privilégiée peut être reportée.

50. [W] n'a pas publié, même tardivement, l'information privilégiée, et ne peut chercher à s'exonérer en invoquant la faculté de report de publication prévue par le règlement MAR.

L'article 17, § 4, du règlement MAR¹⁹ prévoit les conditions auxquelles un émetteur doit satisfaire afin de pouvoir reporter la publication d'une information privilégiée :

« Tout émetteur (...) peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée à condition que toutes les conditions suivantes soient réunies:

a) la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur (...);

b) le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur;

c) l'émetteur (...) est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.

Dans le cas d'un processus qui se déroule en plusieurs étapes et qui vise à donner lieu à, ou qui résulte en, une certaine circonstance ou un certain événement, un émetteur (...) peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée liée à ce processus, sous réserve des points a), b) et c) du premier alinéa ».

Outre ces conditions de fond, des conditions de forme doivent également être satisfaites afin que le report de la publication de l'information privilégiée soit conforme à la réglementation applicable en abus de marché.

En termes de procédure, le règlement MAR exige de l'émetteur qui reporte la diffusion d'une information privilégiée qu'il « *informe l'autorité compétente (...), immédiatement après la publication de l'information, que la publication a été différée et fait état, par écrit, de la manière dont les conditions énoncées au présent paragraphe ont été satisfaites. À titre de solution de substitution, les États membres peuvent prévoir que l'enregistrement de ces explications ne doit être présenté que sur demande de l'autorité compétente (...)* ».

La Belgique n'a pas dérogé à l'obligation pour l'émetteur d'informer immédiatement l'autorité compétente après la publication de l'information privilégiée.

Au contraire, la circulaire 2016/08 de la FSMA du 18 mai 2016 invite « *Les émetteurs (...) qui ont différé la publication d'une information privilégiée, [à] le notifier à la FSMA **par écrit** dès la publication de l'information privilégiée et selon les dispositions de l'article 17, paragraphe 4, et des normes techniques d'exécution visées à l'article 17, paragraphe 10, du règlement MAR* » (surlignement dans le texte) (p. 5-6 de la circulaire telle que disponible au moment des faits).

[W], si elle avait voulu reporter la publication de l'information privilégiée, devait en informer la FSMA. Or, [W] n'ayant pas publié l'information privilégiée, ce qui apparaît cohérent avec sa position selon laquelle, au [Date], elle ne disposait pas d'une information privilégiée, elle n'a pas non plus,

¹⁹ Avant l'entrée en application de MAR, l'article 10, § 1, al. 3 et 5, de la loi du 2 août 2002 disposait déjà, en transposition de l'article 6, § 2, de la directive MAD, que : « *Un émetteur (...) peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée (...) lorsqu'il estime que cette publication est susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes, pour autant que ce report ne risque pas d'induire le marché en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information. Le Roi, sur avis de la FSMA, définit les mesures à prendre par l'émetteur pour assurer la confidentialité de l'information en question. (...) L'émetteur doit informer sans délai la FSMA de sa décision de différer la publication d'une information privilégiée* ».

simultanément, notifié à la FSMA le fait que la publication avait été retardée afin de protéger des intérêts légitimes.

[W] ne conteste pas le manquement aux conditions de forme.

51. En conclusion, eu égard au fait que [W] n'a pas publié l'information privilégiée et n'a pas fait usage de la faculté de reporter la publication de l'information privilégiée dans le respect des conditions légales, la commission des sanctions constate que [W] a manqué à l'article 17 du règlement MAR.

– Quant au manquement aux articles 15 *juncto* 12, § 1, c) du règlement MAR relatifs à l'interdiction des manipulations de marché par diffusion d'informations fausses ou trompeuses

52. Le comité de direction fait grief à [W] d'avoir diffusé des informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses par le biais de 3 communiqués de presse, datés du [Date], [Date] et [Date].

D'après le comité de direction, les informations diffusées par [W] par ces 3 communiqués de presse donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours de ses actions ou fixent (ou sont susceptibles de fixer) le cours de ses actions à un niveau anormal ou artificiel, avec pour conséquence une manipulation de marché dans le chef de [W].

53. [W] soutient que les informations reprises dans ses communiqués des [Date], [Date] et [Date] ne sont pas susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours de ses actions.

[W] soutient avoir fait preuve de bonne foi dans ses communications au marché et rejette toute allégation de tromperie dans son chef. [W] indique avoir tenu la FSMA au courant de l'évolution du projet Syrah et de la publication des communiqués de presse. [W] indique que la FSMA n'a pas formulé de remarques quant à la formulation des communiqués de presse.

[W] soutient qu'à la date des communiqués, elle était engagée dans un processus de valorisation mais non dans un processus de vente.

[W] soutient en particulier que, le [Date], la vente du pôle (...) était loin d'être acquise et que son conseil d'administration n'avait pas encore pris de décision formelle de vente.

[W] soutient que, le [Date], les informations communiquées n'étaient ni fausses ni trompeuses et, en particulier, qu'il ne peut en aucun cas être question de négociations avec les candidats acheteurs en l'absence d'intervention de [W] ou de mandat à un tiers pour ce faire.

Quant au communiqué du [Date], [W] soutient que les informations qu'il diffuse n'étaient ni fausses ni trompeuses. En particulier, [W] insiste sur le fait que les négociations n'ont commencé, comme le mentionne le communiqué, qu'à dater du [Date], et que la décision de vente du pôle (...) n'est pas antérieure à la réunion du conseil d'administration du [Date].

[W] conteste également toute manipulation de marché dans son chef dès lors qu'elle avait, comme le mentionne le communiqué de presse du [Date], requis la suspension du cours de ses titres jusqu'après le conseil d'administration du [Date].

54. L'article 15 du règlement MAR porte l'interdiction des manipulations de marché en des termes clairs : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».

L'article 12, § 1, du règlement MAR définit les activités correspondant à des manipulations de marché.

Une des activités se qualifiant comme manipulation de marché consiste en la diffusion d'« *informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier (...), ou fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers (...) y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses* » (art. 12, § 1, c), du règlement MAR).

Avant l'entrée en vigueur de MAR, l'article 25, § 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002, en transposition de la directive MAD, réprimait déjà la diffusion d'« *informations ou des rumeurs, par l'intermédiaire des médias, via l'Internet ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses* ».

L'appréciation du caractère faux ou trompeur doit être réalisé *ex ante*.

Il n'est pas requis, pour constater l'infraction administrative de manipulation de marché par diffusion d'informations susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses, que son auteur en ait tiré avantage, ait eu l'intention de la commettre ou que l'infraction soit grave.

La Cour d'appel de Bruxelles, dans un arrêt du 24 septembre 2015, a considéré que « *on peut sincèrement (...) être convaincu d'informer le marché correctement avec une information déterminée, alors que, vu l'information privilégiée dont on dispose, on aurait dû en fait se rendre compte que le marché pouvait être induit en erreur* » (Bruxelles, 24 septembre 2015, D.A.O.R. 2015/4, p. 126).

Il est requis que celui qui procède à la communication critiquée savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

La Cour d'appel de Bruxelles, dans l'arrêt précité du 24 septembre 2015, a considéré que la connaissance effective du caractère faux ou trompeur ne doit pas être établi, qu'il suffit que la personne aurait dû avoir connaissance du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée.

La Cour d'appel a encore considéré, dans l'arrêt précité du 24 septembre 2015, que la poursuite d'un but légitime ne permet pas d'exonérer de sa responsabilité l'auteur d'une manipulation de marché par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

55. [W] a publié 3 communiqués de presse (voir ci-avant, les §§ 13, 14 et 16 de l'exposé des faits pertinents) avant d'annoncer au marché, par un nouveau communiqué de presse du [Date] (voir ci-avant, le § 17 de l'exposé des faits pertinents), la cession de son pôle (...) à la société [M].

55.1. *Le communiqué de presse du [Date]*

Le communiqué de presse publié le [Date] fait suite à la diffusion d'informations dans la presse. Ce communiqué vise à commenter/rectifier les « *informations parues dans la presse [le] [Date] relativement au prétendu lancement du processus de vente de son pôle (...)* ».

En substance, [W] fait état d'« *une réflexion stratégique sur l'avenir de son pôle (...)* » et précise que « *Différents scénarios sont possibles, en ce compris la recherche de nouveaux actionnaires pour le pôle (...). Dans ce but, [W] a engagé les services de Lazard (...). S'il est exact que des contacts préliminaires ont été initiés avec des investisseurs potentiels, à ce stade aucune décision dans un sens ou dans un autre n'a été prise à ce jour ni même aucune négociation spécifique entamée avec un ou plusieurs investisseurs potentiels. Dans ce contexte, toute spéculation sur la vente de l'ensemble (...) ou sur une valorisation de ce dernier reste prématurée* ».

Il ressort de l'exposé des faits tels que relatés ci-avant que le communiqué de presse du [Date] minimise l'état d'avancement du processus ayant conduit à la vente du pôle (...) de [W], qualifiant les deux premiers sondages du marché et les offres non liantes en ayant résulté de « contacts préliminaires ». Cette minimisation est telle que [W] va jusqu'à nier l'existence même du processus qu'elle a initié au début de l'année [Date], se référant à un « prétendu » processus.

Si la cession du pôle (...), en soi, était incertaine au [Date], il a déjà été constaté que le processus devant y conduire était fortement avancé, au moins dès le [Date]. [W] n'a pas pu démontrer que d'autres scénarii que la cession du pôle (...) auraient effectivement été envisagés.

Dans ce contexte, le communiqué de presse du [Date] n'était pas de nature à informer correctement et complètement le marché de l'avancement du projet de cession envisagé.

55.2. *Le communiqué de presse du [Date]*

Comme le communiqué du [Date], le communiqué de presse publié le [Date] fait suite à la diffusion d'informations dans la presse. Ce communiqué entend commenter les « *informations parues dans Mergermarket, une publication spécialisée, (...) relativement aux prétendus différents investisseurs qui seraient désireux de faire offre pour racheter son pôle (...)* ».

[W], outre un rappel des informations communiquées le [Date], indique que « *le Conseil d'Administration a sollicité la remise d'offres de candidats potentiels par l'intermédiaire de Lazard (...) pour le [Date]* », information qui aurait déjà pu être communiquée le [Date] (ou avant) dès lors que les candidats acquéreurs ont été invités à remettre une offre liante suite à une décision de [W] prise le [Date].

[W] explique que son conseil d'administration se réunira le [Date] afin de se prononcer sur les offres éventuellement reçues et qu'un communiqué de presse sera ensuite publié. [W] conclut que « *Toute spéculation sur l'identité de ces investisseurs potentiels est donc prématurée* ».

Comme le communiqué de presse du [Date], le communiqué de presse du [Date] minimise l'état d'avancement du processus de vente du pôle (...) de [W].

Le communiqué rejette toute 'spéculation' sur l'identité d'investisseurs potentiels tout en indiquant avoir sollicité la remise d'offres par des candidats investisseurs, et donc par des investisseurs potentiels identifiés.

Entre le [Date] et le [Date] se sont déroulées plusieurs sous-étapes s'inscrivant dans la dernière phase de sélection d'un acheteur potentiel du pôle (...). Ces étapes visaient en particulier à compléter l'information des 3 candidats sélectionnés à l'issue du second sondage de marché en vue de la remise de leur part d'une offre liante et de commentaires limités à formuler sur des documents précontractuels préalablement préparés par les conseillers de [W].

Au [Date] comme au [Date], il ne ressort pas du dossier que [W] ait envisagé la cession de son pôle (...) à d'autres candidats que ceux sélectionnés au terme des 2 sondages du marché menés par Lazard. Au contraire, les sous-étapes de la dernière phase du processus de cession du pôle (...) emportaient un effort conséquent de la part de [W], eu égard aux visites sur place et aux réponses que le management de [W] devait fournir aux candidats acheteurs. Il n'a été rapporté aucune preuve qu'à l'époque où ces efforts étaient consentis, [W] envisageait d'autres candidats.

En outre, si la cession du pôle (...), en soi, était incertaine au [Date] comme elle l'était au [Date], il a été constaté que le processus devant y conduire était fortement avancé, au moins dès le [Date], et que [W] n'a pas pu démontrer que d'autres scénarii que la cession du pôle (...) auraient effectivement été envisagés.

Dans ces conditions, le communiqué du [Date] n'est pas de nature à informer correctement et complètement le marché.

55.3. *Le communiqué de presse du [Date]*

Par communiqué du [Date], [W] informe le marché qu'elle « *entame des négociations en vue de la vente de son Pôle (...)* ».

[W] indique avoir reçu des offres fermes pour l'acquisition de son pôle (...), après avoir reçu des marques d'intérêts. [W] précise que son conseil d'administration a considéré que « *la meilleure option tant pour l'avenir du Pôle (...) que pour la société et ses actionnaires est la cession de 100% de ce pôle* » et que le conseil d'administration a par conséquent décidé d'engager des négociations à cette fin dès le lendemain.

Il ressort du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration du [Date] que le conseil, suite à l'examen des offres liantes remises par les 3 candidats acquéreurs encore en lice, « *décide de mandater l'équipe de direction du groupe (et en particulier Messieurs A et B) pour mener à bien les négociations et la cession du Pôle (...) à l'un ou l'autre des candidats [[P] ou [M]] (le Conseil décide rejeter l'offre du troisième candidat [G]) le plus rapidement possible, et ce dans l'intérêt des équipes du Pôle (...)* ».

Le conseil d'administration marque un intérêt prononcé pour l'offre de [M] qui, outre le fait qu'elle présente la valorisation financière la plus conséquente, présente les conditions les plus intéressantes. Il ressort de son offre, comme le rappelle le rapport du conseil de [W], Lazard, que [M] était disposé à signer dans les 24 heures de la réception d'éléments administratifs mineurs (« *standing ready to sign within 24 hours of receipt of the minor administrative items* », rapport de Lazard du [Date], p. 6), ce qui permettait d'envisager des négociations rapides, comme le souhaitait le conseil d'administration. Le second candidat retenu par le conseil d'administration, [P], avait précisé que son offre était valable jusqu'au [Date]. Le président de séance, Monsieur C (Monsieur A étant absent), outre des remerciements au management du Pôle (...), « *insiste beaucoup sur la rapidité de la finalisation* » du processus de cession.

Conformément à la décision du conseil d'administration en ce sens, le communiqué de presse de [W] indique la volonté de la société de conclure rapidement les négociations en vue de la cession du Pôle (...). [W] rappelle l'EBITDA de la société, la valorisation de la société sur la base d'un multiple de 11 à 12 de l'EBITDA par les offres reçues et l'endettement net des sociétés du pôle.

Le communiqué mentionne que « *[[W]] entend mener ces négociations rapidement et espère arriver à un accord final dans le courant du mois de novembre* » mais « *[[W]] attire l'attention sur le fait que les négociations vont seulement débuter et que les chiffres précités restent indicatifs et devront être confirmés, aucun d'entre eux ne pouvant être considérés comme certains à ce stade* ».

Le communiqué de presse ne fait pas état de l'identité des candidats acheteurs. Le communiqué de presse relativise le prix auquel le pôle (...) serait cédé. Le communiqué de presse ne reflète pas l'état très avancé du processus de vente. Si la vente n'était, au [Date], pas absolument certaine, les candidats acheteurs avaient communiqué une offre liante et transmis leurs commentaires (limités) sur la documentation contractuelle préparée à l'avance par les conseils de [W]. Autrement dit, la probabilité de conclusion de la vente était, au [Date], beaucoup plus importante que celle de l'absence de vente et les conditions de cette vente étaient largement connues. En connaissance des positions financière et juridique des candidats acheteurs, la marge de négociation de ceux-ci et de [W] était fortement réduite avec pour conséquence que la conclusion endéans quelques jours des négociations à mener en vue de la conclusion de l'accord de cession des actions des sociétés du pôle (...) n'avait rien d'hypothétique. Cet état de fait ne ressort pas et ne peut être déduit du communiqué de presse tel que libellé par [W].

Dans ces conditions, le communiqué de presse du [Date] n'apparaît pas de nature à informer correctement et complètement le marché quant à l'état d'avancement du processus de cession du pôle (...).

55.4. Conclusion

La commission des sanctions constate l'ambiguïté rédactionnelle des communiqués de presse publiés par [W].

Une telle ambiguïté est contraire à l'objectif poursuivi par la réglementation préventive et répressive des abus de marchés qui vise, notamment, à assurer une égalité de l'information et une qualité de l'information entre les différents acteurs du marché.

En raison de leur formulation ambiguë, les communiqués de presse des [Date], [Date] et [Date] ne permettaient pas une information correcte et complète du marché quant au degré d'avancement, à ces dates, du processus de vente du pôle (...) de [W], engagé depuis le début de [Date]. Le processus initié par [W] ne se limitait pas à la valorisation de son pôle (...), comme elle le soutient. La lourdeur du processus initié, pointé par le président de séance lors de la réunion du conseil d'administration de [W] du [Date], tant pour [W] que pour les candidats acquéreurs, ne se justifierait pas pour une seule valorisation des sociétés composant le pôle (...).

[W] savait ou aurait dû savoir que les communiqués de presse des [Date], [Date] et [Date] comprenaient des informations qui, à défaut d'être suffisamment circonstanciées, donnaient ou étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses.

[W] conteste le fait que des informations imprécises sont susceptibles d'être réprimées dès lors qu'elles correspondent à la définition de manipulation de marché et cite par voie de conclusions une décision de la commission des sanctions de l'Autorité française des Marchés financiers du 21 décembre 2017. La lecture que donne [W] de la décision de la commission des sanctions française n'est toutefois pas complète et ne reprend pas une partie du message de cette instance étrangère.

Dans sa décision du 21 décembre 2017, la commission des sanctions française considère que « *Contrairement à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, les articles 12 et 15 du règlement MAR ne répriment pas la diffusion d'une information seulement imprécise. **En outre**, ils exigent deux éléments constitutifs supplémentaires : d'une part, la circonstance que les informations litigieuses donnent ou soient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses » en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier [...] ou fixent ou soient susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers », d'autre part, la connaissance, avérée ou supposée, du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée » (décision 2017-15, p. 15, soulignement ajouté).*

Il ressort de la décision de la commission des sanctions de l'AMF que des informations imprécises ne sont susceptibles de sanction en application du règlement MAR que si deux autres conditions sont cumulativement remplies, soit le fait que ces informations aient donné ou aient été susceptibles de donner des indications fausses et trompeuses, d'une part, et moyennant la connaissance avérée ou supposée de l'auteur de la diffusion des informations. La commission des sanctions de l'AMF n'a donc pas considéré qu'une information imprécise n'était, en général, pas susceptible de sanction en application du règlement MAR.

Enfin quant au fait que les communiqués de presse n'aient pas fait l'objet de remarques de la part de la FSMA, il ne ressort pas des pièces au dossier que [W] ait informé les services opérationnels de la FSMA du processus ayant abouti à la vente avant la publication des communiqués. Dans ces conditions, il ne peut être tiré aucune conclusion quant à une éventuelle position antérieure de la FSMA à l'égard du grief ici examiné de manipulation de marché.

Il ressort de ce qui précède que [W] a commis l'infraction administrative de manipulation du marché par diffusion d'informations donnant ou étant susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours de ses actions, alors que [W] savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses, en regard de la chronologie et du contexte dans lesquels elles s'inscrivaient.

La commission des sanctions constate toutefois que [W] avait accepté la suspension du cours de ses actions entre le [Date] et le [Date], et fait d'initiative procéder à la suspension du cours de ses actions entre le [Date] et le [Date]. Durant ces laps de temps, une manipulation de marché (ou une tentative de manipulation de marché) n'apparaît pas pouvoir être constatée.

1.4.3. Sanction

– Amende administrative

56. Le comité de direction propose d'infliger à [W] une amende de 500.000 EUR.

Le comité de direction motive sa proposition par la gravité des faits, soit la rétention d'une information privilégiée au détriment de la transparence à l'égard du marché, d'une part, et d'autre part la diffusion d'informations par des communiqués de presse susceptibles, eu égard à la légitimité de leur source, d'influencer les investisseurs. Le comité de direction argue également de la durée des infractions, soit le fait que l'information privilégiée existant au [Date] n'a jamais été publiée et que la manipulation de marché s'est concrétisée par 3 communiqués de presse. Le comité de direction invoque enfin le caractère dissuasif que la sanction doit revêtir tant pour [W] que pour les autres acteurs du marché.

57. Dans ses observations, [W] sollicite d'abord, à titre subsidiaire, une condamnation à un euro symbolique en application du principe de proportionnalité devant guider la commission des sanctions, en ce qui concerne la non-publication dès que possible d'une information privilégiée.

Du reste, [W] conteste les éléments retenus par le comité de direction afin de proposer à la commission des sanctions une amende de 500.000 EUR.

[W] conteste d'abord la circonstance retenue par le comité de direction, soit le recours à des communiqués de presse officiels en indiquant que [W] n'avait, en application du règlement MAR, pas d'autres choix que de passer par des canaux officiels.

[W] conteste la durée de l'infraction sans que les motifs de cette contestation n'apparaissent clairement de ses observations.

Enfin, [W] souligne qu'il est inutile de chercher à attacher un caractère dissuasif à la sanction que prononcerait la commission des sanctions dès lors que [W] n'étant plus cotée, elle n'est plus soumise à la réglementation MAR.

58. L'article 36, § 2, 3°, de la loi du 2 août 2002 dispose qu'en cas d'infraction à l'article 17 du règlement MAR (manquement à l'obligation de publication d'une information privilégiée dès que possible), le montant maximal de l'amende pouvant être infligée à des personnes morales est, en principe, de 2.500.000 euros.

L'article 36, § 2, 2°, de la loi du 2 août 2002 dispose qu'en cas d'infraction à l'article 15 du règlement MAR (manquement à l'interdiction de manipulation de marché), le montant maximal de l'amende pouvant être infligée à des personnes morales est, en principe, de 15.000.000 euros

Afin de déterminer le montant de l'amende administrative, la commission des sanctions tient compte de toutes les circonstances pertinentes et, notamment, de celles énumérées à l'article 72, § 3, alinéa 1, de la loi du 2 août 2002.

La commission des sanctions tient compte du fait que :

- [W] a commis des infractions qui contreviennent à l'essence même du fonctionnement des marchés financiers en affectant l'information disponible pour les investisseurs ;
- [W] ne semble pas avoir tiré d'avantage patrimonial des manquements constatés ;
- [W] n'est actuellement plus une société cotée sur un marché réglementé : à ce titre, [W] n'est plus astreinte au respect des obligations relatives à la publication d'information privilégiée. [W] doit toutefois encore veiller au respect de l'interdiction de manipulation de marché dès lors que cette infraction n'est pas de nature à pouvoir être uniquement commise par des sociétés cotées ;
- [W] a, d'initiative, demandé la suspension de son cours, entre le [Date] et le [Date]. Si, pendant cette période, une (tentative de) manipulation de cours n'apparaît pas concevable, cette période ne couvre que partiellement la période infractionnelle de manipulation de cours courant entre le [Date] et le [Date] ;
- L'écoulement du temps depuis les faits justifie une certaine modération de l'amende administrative requise par le comité de direction.

Eu égard à ce qui précède, la commission des sanctions décide d'infliger une amende d'un montant de 250.000 EUR à [W], laquelle est proportionnée aux manquements constatés, nécessaire à la répression de ces manquements et tient compte de l'ensemble des circonstances pertinentes.

– Publication nominative

59. Le comité de direction a proposé à la commission des sanctions que la décision à intervenir fasse l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA.

Le comité de direction motive sa proposition par le fait que les manquements commis seraient inexcusables.

60. En application de l'article 72, § 3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002, les décisions de la commission des sanctions font en principe l'objet d'une publication nominative sur le site internet de la FSMA.

Cette disposition est conforme à l'article 34 du règlement MAR qui requiert la publication de toute décision infligeant une sanction administrative pour cause de violation de MAR immédiatement après que la personne faisant l'objet de cette décision a été informée de celle-ci.

La loi du 2 août 2002 prévoit des exceptions au principe de la publication nominative des décisions de sanctions. La loi du 2 août 2002 dispose qu'il peut n'être procédé à aucune publication lorsque la stabilité du système financier ou des marchés financiers s'en trouverait compromise ou dans le cas de décision réputée mineure, la publication nominative apparaissant pour ces dernières disproportionnée.

La publication nominative de la présente décision n'apparaît en l'espèce pas de nature à compromettre la stabilité du système financier ou des marchés financiers. Il en va d'autant plus ainsi que [W] n'est plus cotée sur un marché réglementé.

La présente décision, eu égard au fait qu'elle constate des infractions à un règlement européen visant à la répression d'abus de marché, ne peut pas être considérée comme mineure.

Par conséquent, la commission des sanctions décide que sa décision fera l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA et qu'il est proportionné de maintenir le caractère nominatif de la décision pendant une période de 12 mois à dater de sa publication.

Eu égard au secret professionnel et aux obligations en termes de respect de la vie privée auxquels la FSMA est tenue, toutes données à caractère personnel relatives mentionnées dans la présente décision seront caviardées de la version qui sera publiée sur le site internet de la FSMA.



II. Décision

La commission des sanctions de la FSMA,

composée de Monsieur Michel Rozie, président, de Monsieur Philippe Quertainmont et de Monsieur Jean-Philippe Lebeau, membres de la commission,

décide, le 27 décembre 2021, après en avoir délibéré,

- 1) de ne pas avoir égard aux pièces A.46 à A.64 incluses dans le dossier par l'auditeur.
- 2) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, d'infliger à [W] une amende de 250.000 EUR,
- 3) en application de l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, que sa décision fera l'objet d'une publication nominative sur le site de la FSMA pendant une période de 12 mois, et sera caviardée de toutes données à caractère personnel mentionnées dans la présente décision.

III. Composition de la commission des sanctions et signature

Michel ROZIE
Président de la commission
des sanctions

Jean-Philippe LEBEAU
Membre de la commission des
sanctions

Philippe QUERTAINMONT
Membre de la commission des
sanctions