



AUTORITÉ
DES
SERVICES
ET MARCHÉS
FINANCIERS

La Commission des sanctions

*PUBLICATION NON NOMINATIVE DANS L'ATTENTE DE L'ISSUE DU RECOURS INTRODUIT CONTRE LA
DECISION DE SANCTION*

DÉCISION DU 17 JUIN 2013 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION

MENÉE À L'ENCONTRE DE A', DE MONSIEUR X

ET DE MONSIEUR Y

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

Vu les articles 10, 25, 36 et 70 à 72 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après "la loi du 2 août 2002") ;

Vu l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers (ci-après "l'arrêté royal du 14 novembre 2007") ;

Vu l'arrêté royal du 28 juin 2011 fixant la date d'entrée en vigueur de certaines dispositions de la loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, ainsi que la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque Nationale de Belgique, et portant des dispositions diverses ;

Vu le règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions du 21 novembre 2011 ;

Vu le courrier du 1^{er} septembre 2009 par lequel le comité de direction de la Commission bancaire, financière et des assurances (ci-après "la CBFA"), a chargé le secrétaire général de la CBFA, en sa qualité d'auditeur, en application à l'article 70, §1 de la loi du 2 août 2002, de l'instruction à charge et à décharge de pratiques dont le comité de direction a estimé qu'elles constituaient des indices sérieux de manquements aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 et à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 à la suite d'une enquête préliminaire relative à la communication externe de A relative au déroulement de la mise en œuvre de son plan de solvabilité et relative à ses prévisions en matière de solvabilité au cours d'une période allant de janvier 2008 jusqu'à la publication du communiqué de presse du 26 juin 2008 ;

Vu la décision du 2 avril 2012 du comité de direction de la FSMA, prise conformément à l'article 71, §2, de la loi du 2 août 2002, d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre de A', de M. X et de M. Y, et vu la notification des griefs subséquente adressée à A', à M. X et à M. Y par courriers datés du 12 avril 2012, avec en annexe le rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur datées du 30 novembre 2010 ;

Vu la transmission, par courrier du 12 avril 2012 adressé au président de la commission des sanctions, du rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur ;

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

Après avoir pris connaissance des observations écrites déposées par A' et par MM. X et Y le 10 août 2012;

Vu la demande de récusation introduite par A' dans les observations écrites déposées le 10 août 2012, à l'encontre de MM. Luc Huybrechts, Pierre Nicaise, Claude Parmentier et Philippe Quertainmont et vu la décision de la commission des sanctions du 25 octobre 2012, composée de MM. Michel Rozie, Reinhard Steennot et Marnix Van Damme, de rejeter cette demande de récusation, notifiée à A' et à MM. X et Y par courrier du même jour;

Après avoir pris connaissance de la position de A', de M. X et de M. Y, représentés par leurs conseils, lors des séances d'audition du 20 novembre et des 6, 10 et 21 décembre 2012 ;

Vu les pièces déposées par l'auditeur, par le comité de direction, de même que par A' et par MM. X et Y lors de l'audition ;

Après avoir pris connaissance du mémoire complémentaire déposé par le comité de direction le 9 janvier 2013;

Après avoir pris connaissance des mémoires complémentaires ou de synthèse déposés par A' et par MM. X et Y le 29 janvier 2013;

I. Contexte factuel tel qu'il ressort du dossier

1. *A : présentation générale*

1.1. A l'époque des faits qui font l'objet de la présente procédure, la société de droit belge A SA/NV et la société de droit néerlandais A N.V. étaient les sociétés mères du groupe international de bancassurance A. Les actions des deux sociétés mères étaient admises, en tant qu'"unit", à la négociation sur les marchés réglementés d'Euronext Brussels et d'Euronext Amsterdam.

2. *L'acquisition de B : généralités*

2.1. Avec les banques (...) et (...), le groupe A formait un consortium qui effectua une offre d'acquisition portant sur une partie des activités du groupe financier néerlandais B. Cette offre d'acquisition s'est clôturée avec succès le 17 octobre 2007.

3. *A : organisation*

3.1. Bien que A SA/NV et A N.V. étaient deux sociétés distinctes, avec leur propre conseil d'administration, elles agissaient en fait comme si elles formaient une seule et même entité. Les deux sociétés comportaient chacune un conseil d'administration, un *Chief Executive Officer* (CEO) et un *Executive Committee* (ExCo) identiques, dotés des mêmes compétences.

3.2. Les personnes mises en cause suite à l'enquête menée par l'auditeur exerçaient les fonctions suivantes au sein du groupe :

- M. X était le *Chief Executive Officer* (CEO) et était également membre du Conseil d'administration ;

- M. Z était le *Deputy CEO* ; il était, lui aussi, membre du conseil d'administration ; jusqu'au 31 décembre 2007, M. Z fut le *Chief Operating Officer* (COO) ; au moment des faits, il n'exerçait cependant plus cette fonction, mais il était néanmoins responsable, au sein de l'ExCo, des départements "*Human Resources*", "*Public Affairs*" et "*Business Transformation*";
- M. Y était le *Chief Financial, Risk and General Counsel* (jusqu'au 31 décembre 2007, il était *Chief Financial Officer* (CFO) ; M. Y n'était pas membre du conseil d'administration, mais il était membre de l'ExCo (spécialement en charge des départements "*Performance Management*", "*Reporting, Consolidation & Accounting*", "*M&A and Finance*" et "*Tax*").

Tous trois étaient membres de l'*Executive Committee* (ExCo) et de l'*Executive Risk & Capital Committee* (ERCC). M. X présidait l'ERCC. Tous trois étaient par ailleurs invités aux réunions du *Risk & Capital Committee* (RCC).

3.3. L'ExCo était composé du CEO, du *Deputy CEO* et d'autres membres chargés de fonctions exécutives au sein de A. Ses membres étaient désignés par le conseil d'administration. En vertu du *Governance Statement* de A du 25 janvier 2008, l'ExCo était entre autres chargé des missions suivantes :

- *studying, defining and preparing, under the leadership of the CEO, the strategic options and proposals that may contribute to the development of [A];*
- *developing proposals for [A] policies to be submitted for Board approval and implementing such policies,*
- *under the leadership of the CEO, ensuring the management of [A] by:*
 - *developing and implementing [A] policies that the CEO defines as falling within the Group Executive Committee's remit;*
 - *giving direction, guidance and support to [A] companies and businesses, with due respect for the legal and regulatory framework applicable to each company within [A];*
 - *in accordance with rules and procedures determined by the Group Executive Committee, approving or deciding the entering into, revision or termination of any alliance, spin-offs or mergers, investments, acquisitions and divestitures, which are not reserved to the Board;*
- *monitoring:*
 - *performance – both the Businesses' and [A]'s – as against strategic goals, plans and budgets;*
 - *compliance with prevailing legislation, regulations and [A] policies and standards;*
- *managing and organising the [A] support functions covering matters such as:*
 - *Human resources;*
 - *Legal, Compliance and Tax matters;*
 - *Risk management;*
 - *Reporting: preparing the [A] consolidated external financial statements, as well as other financial and nonfinancial group-wide external reports and management information;*
 - *Internal and external communication, and investor relations;*
 - *Internal audit and the preparation of the nomination of the external auditors.*

3.4. Le RCC était un comité consultatif *ad hoc*, constitué en marge du conseil d'administration et chargé d'assister ce dernier :

- par la compréhension de l'exposition de A aux risques inhérents aux activités de banque et d'assurance ;
- par la surveillance de la gestion adéquate de ces risques ; et
- par le contrôle de l'adéquation du capital de A par rapport à ces risques et aux risques inhérents à ses activités en général.

Le CEO et le *Deputy* CEO étaient généralement invités aux réunions du RCC, de même que certains membres de l'ExCo, dont le *Chief Financial Officer* et le *Chief Risk Officer*.

3.5. L'ERCC était un comité consultatif mis en place au niveau du *senior management*, dont le rôle était d'assister l'ExCo dans le cadre de la définition de la politique de A en matière de gestion financière et de gestion des risques. L'ERCC avait entre autres pour mission de préparer et d'examiner les dossiers qui devaient être soumis au RCC.

3.6. Conformément au *Governance Statement* de A du 25 janvier 2008, le CEO (au moment des faits, M. X) était le principal porte-parole de A vis-à-vis de l'extérieur et il présidait l'ExCo :

"The responsibilities of the CEO are to be the top executive of [A], by:

- clearly communicating and embodying the [A] values, thus setting the 'tone at the top' and inspiring the behaviour of [A]'s management and staff;*
- studying, defining and proposing to the Board the strategic options and proposals that may contribute to the development of [A] and implementing Board decisions;*
- chairing, organising and leading the Group Executive Committee, proposing to the Board its composition, its powers and duties, and being accountable to the Board for its performance;*
- giving direction, support and guidance to the members of the Group Executive Committee in the performance of their individual responsibilities as determined by the CEO;*
- setting the objectives for the members of the Group Executive Committee, evaluating their performance and making proposals for their remuneration;*
- acting as the main spokesperson for [A] towards the outside world".*

3.7. Conformément au *Governance Statement* de A du 25 janvier 2008, le Deputy CEO (au moment des faits, M. Z) était chargé d'assister le CEO dans la gestion quotidienne et de le remplacer aux réunions de l'ExCo, ainsi que, de manière générale, chaque fois qu'il ne pouvait être présent.

4. Solvabilité : exigences réglementaires, objectifs propres de A et impact de la reprise de B

4.1. En tant que groupe de bancassurance, A devait respecter des ratios de solvabilité établis par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Comité de Bâle). Au moment des faits, les exigences réglementaires de solvabilité dans le secteur bancaire devaient être calculées conformément au cadre juridique (plus souple) dit de "Bâle II".

Indépendamment des obligations réglementaires auxquelles elle était soumise, A avait défini ses propres objectifs de solvabilité - plus sévères - et ce, en tenant compte des attentes des agences de notation et du marché. Ces objectifs propres étaient encore calculés conformément au cadre réglementaire dit de "Bâle I". Le passage au cadre réglementaire de Bâle II aurait entraîné pour A un allègement des exigences de capital qui avait alors été estimé à 2 Mia EUR.

A avait défini et publié ses propres objectifs de solvabilité comme suit à partir du premier trimestre 2007 :

"[A] a adopté un modèle reposant sur des objectifs cibles pour la gestion et la communication de sa solvabilité. Ce nouveau modèle repose sur trois composants :

- Un capital cible pour les activités bancaires fixé à un ratio Tier 1 de 7% par rapport aux engagements pondérés en fonction des risques, qui comprend 1% de capital hybride, et qui implique un capital cible de 6%.*

- *Un capital cible pour les activités d'assurance fixé à 225% du minimum légal, qui comprend 50% de capital hybride, ce qui implique un capital cible de 175% par rapport au minimum réglementaire.*
- *Un levier cible au niveau du groupe (secteur Général) fixé à 15% du core equity bancaire majoré du core equity de l'assurance, ce qui implique que 15% des capitaux propres au sens strict des secteurs Banque et Assurance pourraient être financés par un endettement au niveau du groupe."*

(communiqué de presse du 7 mars 2008 relatif aux résultats de l'année 2007 (pièce 2.8 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 10) ; communiqué de presse du 13 mai 2008 relatif aux résultats du 1^{er} trimestre 2008 (pièce 2.12 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 7) ; voy aussi le prospectus du 20 septembre 2007 (pièce 2.1.2 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 189 et 215).)

4.2. L'acquisition de certaines activités de B et l'intégration progressive des activités reprises au cours des exercices 2008 et 2009 devaient inévitablement avoir un impact sur la solvabilité de A. Le *goodwill* des activités reprises par A représentait en effet une part importante du prix d'acquisition, de sorte que chaque activité intégrée par A entraînait nécessairement une exigence de fonds propres supplémentaires.

A avait néanmoins réaffirmé son intention de maintenir ses propres objectifs de solvabilité, avec un capital cible de 6% après intégration des activités acquises et ce, compte tenu du profil de risque modéré de celles-ci (prospectus du 20 septembre 2007 (pièce 72 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 5), communiqué de presse du 7 mars 2008 relatif aux résultats de l'année 2007 (pièce 2.8 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 10, 12 et 16) ; communiqué de presse du 13 mai 2008 relatif aux résultats du 1^{er} trimestre 2008 (pièce 2.12 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 3, 7, 8 et 11)).

4.3. Afin de maintenir ces objectifs de solvabilité après l'intégration de B, certaines mesures particulières s'avéraient nécessaires. Ce "plan de solvabilité" fut présenté par A aux marchés comme suit :

"La majorité des événements qui ont eu un impact sur la solvabilité comptabilisée devraient intervenir entre la fin 2008 et 2009. Au cours de cette période, les quatre leviers suivants permettront d'assurer la continuité de nos objectifs de solvabilité:

- *Bénéfice non distribué*
- *Croissance maîtrisée des besoins en capitaux*
- *Cession d'actifs non stratégiques et création de coentreprises*
- *Levées de capitaux non dilutives et opérations de libération de capitaux."*

(communiqué de presse du 7 mars 2008 relatif aux résultats de l'année 2007 (pièce 2.8 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 14) et communiqué de presse du 13 mai 2008 relatif aux résultats du 1^{er} trimestre 2008 (pièce 2.12 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 11).

4.4. A l'occasion de la publication des résultats de l'année 2007, le 7 mars 2008, un *buffer* de 2,5 Mia EUR avait été annoncé à fin 2009 et ce, grâce à l'émission d'instruments non dilutifs (pièce 7.26 en annexe au rapport de l'auditeur, pp. 9-10).

4.5. Le 13 mai 2008, lors de la présentation des résultats du premier trimestre de 2008, M. X avait déclaré : *"Au premier trimestre, nos ratios de solvabilité ont souffert de la chute des marchés des actions. Cependant, les bénéfices non distribués et le lancement d'instruments non dilutifs ont compensé cette évolution. Notre core capital reste largement supérieur à notre cible. Cet excédent de core equity va diminuer lorsque les activités de [B] acquises seront transférées à [A] au cours des années 2008 et 2009 et seront consolidées pour la première fois. Néanmoins, nous continuons à progresser comme prévu vers la réalisation de nos objectifs de solvabilité annoncés pour 2009, grâce*

au report de nos bénéfices futurs, à des cessions de certains actifs et à l'émission d'instruments non dilutifs comme indiqué précédemment." (pièce 2.12, p. 3 en annexe au rapport de l'auditeur). A cette occasion, A avait communiqué au marché un *gap* de solvabilité *look through* (différence négative par rapport aux objectifs de solvabilité de A) de -3 Mia EUR avant prise en compte des mesures prévues, mais non encore annoncées du plan de solvabilité (voy. le *slide* intitulé "*solid pro forma look through capital ratios*"). Ce *slide* précisait que A serait "*on target*" une fois ces mesures réalisées (pièce 2.12.1 en annexe du rapport de l'auditeur, p. 24) mais ne mentionnait plus un "*buffer*" attendu de 2,5 Mia euro.

5. Les "*EC Remedies*" imposés dans le cadre de la reprise de B

5.1. Les autorités européennes de la concurrence avaient posé des conditions à l'acquisition par A d'une partie des activités de B, consistant en la cession d'approximativement 10 % de l'ensemble du marché du *Commercial Banking* néerlandais en termes d'actifs et de revenus (*EC Remedies*). Cette cession devait être finalisée pour le 3 octobre 2008, un *share purchase agreement* (contrat de vente d'actions) devant toutefois être signé pour le 3 juillet 2008 au plus tard. A l'époque, A n'avait cependant pas rendu publics les délais imposés par la Commission européenne pour cette cession. A avait en revanche précisé, dans un communiqué diffusé le 3 octobre 2007, que les mesures imposées par la Commission européenne "*n'auront aucun impact significatif sur les plans d'intégration de [A] et de [B]*" (pièce 74 en annexe au rapport de l'auditeur). Il ressort du dossier que A était en contact avec différentes parties susceptibles d'être intéressées par l'achat de ces actifs. Le 22 avril 2008, C avait transmis une offre contraignante à A.

6. *Evolutions subséquentes en 2008 : introduction*

6.1. Dans le contexte de la crise des *subprimes*, la situation financière de A se dégradait de plus en plus à partir de janvier 2008. En outre, la vente des *EC Remedies* ne se déroulait pas comme prévu et A subissait une diminution de ses prévisions de solvabilité *look through* (méthode utilisée par A pour évaluer l'évolution de sa solvabilité jusqu'au moment où les activités de B seraient entièrement intégrées).

7. *Evolution du dossier des EC Remedies*

7.1. Le soir du 7 mai 2008, certains membres de la direction de A, dont MM. Y et Z, furent informés du fait que les conditions posées par C, candidat acheteur, au cours des négociations sur la vente des *EC Remedies*, seraient bien plus désavantageuses pour A, notamment en termes de solvabilité, que ce à quoi ils s'attendaient initialement (voy. les e-mails du 7 mai 2008 reproduits en annexe 2.1 au rapport de l'auditeur).

M. Y avait alors réagi en qualifiant ces données de "*huge issue*" dans un e-mail adressé à M. L (pièce 2.149 annexée au rapport de l'auditeur). Ce même jour, il avait encore indiqué dans un e-mail adressé à M. N : "*we have a serious problem here. This has never been included in our solvency tests and is not what was explained when we reviewed the offers*".

7.2. Dans une note adressée à M. Y le 16 mai, la dégradation des prévisions de solvabilité suite aux conditions posées par C fut évaluée à 1,2 Mia EUR par rapport aux estimations initiales (soit une incidence négative sur les fonds propres évaluée à 800 Mio EUR, en lieu et place d'une incidence positive qui avait été évaluée à 400 Mio EUR) (pièce 2.99 en annexe au rapport de l'auditeur).

7.3. Le 19 mai 2008, l'ERCC a décidé de proposer de finaliser la vente à C. Ensuite, lors de la réunion de l'ExCo du 20 mai 2008, lors de laquelle MM. X, Y et Z étaient présents, il fut décidé de mener des négociations exclusives avec C (pièce 2.77 en annexe au rapport de l'auditeur).

8. Evolution des prévisions de solvabilité jusqu'au 12 juin 2008

8.1. Lors de la réunion de l'ERCC du 5 mai 2008, MM. Y et L avaient déjà présenté un "*Liquidity, Solvency & Funding report*" (pièce 2.87 en annexe au rapport de l'auditeur). Ce document détaillait des estimations de l'évolution de la solvabilité *look through* en *base case* et en *stress case* arrêtées à la date du 26 avril 2008 (pièce 43.20 en annexe au rapport de l'auditeur). En *base case*, l'estimation à fin 2008 aboutissait à un *gap* de +/-0,4 Mia EUR (*buffer* d' 1,5 Mia EUR après prise en compte du *relief* Bâle II). En *stress case*, le *gap* à fin 2008 était estimé à +/-4,8 Mia EUR.

8.2. Lors de la réunion de l'ERCC du 19 mai 2008 (à laquelle MM. X et Z étaient présents), M. Y avait communiqué une nouvelle estimation de la solvabilité *look through* à fin 2008, compte tenu des dernières évolutions du dossier des *EC Remedies*, et il avait fourni des explications à ce sujet. La conclusion était que le *gap* après l'intégration de B varierait entre -1,5 et -1,8 Mia EUR. Le procès-verbal de cette réunion mentionne (pièce 2.88 en annexe au rapport de l'auditeur) : "[Y] handed out an updated solvency forecast for Q4 2008 in line with the latest EC Remedies assumptions. This leads to an estimated core equity deficit versus our internal target of -1.5bnEUR to -1.8bnEUR".

L'ERCC décida que le *solvency contingency plan* devait par conséquent être davantage développé et marqua son accord sur le fait que trois pistes devaient être examinées à cet effet : une augmentation du capital, des désinvestissements et une adaptation de la politique de dividendes (pièce 2.88 en annexe au rapport de l'auditeur).

8.3. Le constat d'un déficit croissant par rapport aux propres objectifs de solvabilité et la nécessité de prendre, en conséquence, des mesures complémentaires furent encore confirmés dans un mémorandum établi par MM. Y et L le 27 mai 2008 (pièce 2.101 en annexe au rapport de l'auditeur) auquel était annexée une version actualisée du tableau détaillant les estimations de solvabilité *look through* présenté à l'ERCC du 19 mai 2008 (pièce 2.88.1 en annexe au rapport de l'auditeur).

L'auditeur relève que ce mémorandum du 27 mai 2008 n'a pas circulé au sein de A. Néanmoins, l'auditeur relève également que le 3 juin 2008, M. Y a adressé un e-mail à M. X (pièce 2.120 en annexe au rapport de l'auditeur), dans lequel il annonçait l'envoi d'une nouvelle version dudit mémorandum et il confirmait l'existence d'un *gap* dans les estimations de solvabilité *look through* et la nécessité de mettre en œuvre des mesures complémentaires pour y remédier.

L'auditeur relève que la nouvelle version de ce mémorandum du 27 mai 2008, a été distribuée au plus tard le 4 juin dans la journée, en vue de la réunion de l'ERCC du lendemain.

8.4. L'ERCC du 5 juin 2008 examina le mémorandum de M. L, dans lequel un déficit croissant par rapport aux propres objectifs de solvabilité était constaté et dans lequel la nécessité de prendre des mesures complémentaires était confirmée (pièce 2.89.1 en annexe au rapport de l'auditeur) :

"*Solvency update:*

- *[A] end of 2009 solvency projections assuming full consolidation of [B] entities ("look-through") are currently below target (~ EUR 3 billion). This is mainly due to unfavourable valuations of the planned divestments, negative solvency impact of EC Remedies and the announced acquisition of (...)*
- *[A] expected Q2 look-through solvency reporting will demonstrate a increasing solvency gap compared to Q1 (from EUR 3 billion to EUR 4.5 billion). This deterioration will require immediate actions to be taken to fill the increase gap and satisfy regulators and rating agencies"*

Ce mémorandum envisageait une série de mesures :

"Proposed Immediate fill the gap actions:

- *risk mitigation and capital relief for up to EUR 3 billion*
- *Additional capital raising for up to EUR 0.5 billion*

Potential Buffering Actions :

- *Limit growth capital requirements to +5% instead of +10% (relief for up to EUR 1.6 billion)*
- *Dividend cut and/or payment in shares (EUR 2.6 billion in 2008, EUR 2.8 billion in 2009)*
- *Issue new shares through accelerated book building of up to EUR 3.5 billion".*

En annexe 1 au mémorandum se trouvait un tableau intitulé "*latest solvency forecasts*" dans lequel apparaissait un *gap* (avant mesures non encore annoncées) de - 4.5 Mia EUR en *base case* et de -8 Mia EUR en *stress case* et ce, en *look through* à fin 2008. Le *gap* après exécution des mesures non encore annoncées était estimé à -2,5 Mia EUR en *base case* et de -8,7 Mia EUR dans une situation de *stress case*. En *look through* à fin 2009, un *gap* de -3,1 Mia EUR est mentionné en *base case*, tandis qu'il atteignait -11,3 Mia EUR en *stress case*.

Il ressort du procès-verbal de l'ERCC du 5 juin que M. L avait souligné que le *gap* s'était aggravé par rapport aux communications antérieures (pièce 2.89 : "*[L]presented a status update on the solvency with special attention to the widening of the gap versus previous disclosures*"). En conséquence, l'ERCC décida d'examiner un certain nombre de mesures complémentaires et de les proposer au RCC et au conseil d'administration des 18 et 19 juin 2008 (pièce 2.89 en annexe au rapport de l'auditeur).

8.5. Il fut également fait état d'un déficit (après consolidation de B) par rapport aux objectifs de solvabilité de A dans une note de la banque d'affaires Merrill Lynch datée du 3 juin 2008, adressée à MM. X et Y (dans cette note, il est même question d'attentes plus importantes de la part du marché en termes de solvabilité) (pièce 37.4 en annexe au rapport de l'auditeur, également reprise comme pièces 41.1.3 et 43.2). Ce mémorandum préconisait notamment une augmentation du capital de A à concurrence de 5 à 6 Mia EUR.

Le 6 juin, les présidents du RCC et du CA avaient été dûment informés de l'évolution de la solvabilité et de la nécessité de renforcer le plan de solvabilité et d'en accélérer la mise en œuvre (pièce 32 en annexe au rapport de l'auditeur).

8.6. Dans une note adressée à l'ERCC le 9 juin 2008, il fut encore précisé que depuis l'annonce du plan de solvabilité avec les résultats de l'année 2007, la possibilité que les objectifs de solvabilité puissent encore être atteints grâce au plan de solvabilité initial était remise en question du fait de la situation sur les marchés (pièce 2.104 en annexe au rapport de l'auditeur). Cette note mentionnait ainsi: "*Since the announcement - at the time of the full year 2007 results - of the Solvency Raising Plan, market circumstances have affected our ability to reach the required solvency target with the planned measures. In the tables below the difference between the initial plan (March 2008) and the present situation is summarized. From a plan providing for a buffer of EUR 2.5 billion to absorb higher growth or unexpected events, we are now in a situation where the buffer is used and an addition of EUR 3 billion capital is required to reach the same solvency targets.*"

8.7. Le 10 juin 2008, Merrill Lynch dégradait la note de A de "acheter" à "neutre" pour quatre motifs liés aux changements dans l'environnement des marchés en matière de capital (pièce 2.31 en annexe au rapport de l'auditeur).

Le même jour, M. X indiqua, dans un e-mail adressé à MM. Y et Z, qu'il avait demandé à M. Z de tenir le président du conseil d'administration informé de l'évolution de la situation (pièce 2.127 en annexe au rapport de l'auditeur).

8.8. Le 11 juin 2008, des projections de solvabilité (à fin 2009) furent présentées à l'ERCC. Il en résultait un déficit de solvabilité, tant dans le scénario en *base case* que dans le scénario en *stress case*. Un plan d'action fut également présenté. Le procès-verbal de cette réunion faisait état de la vision de la situation par M. X : "*Mr. [X] explained he looked at the issue as follows:*

- *Gap consists of EUR -2.5bn in Base case and additional EUR -2.8 in Stress Case*
- *Solutions should be build up in two stages: 2008 actions: securitization, (...) financing and capital increase; 2009 actions: further securitization and/or divestments.*

L'ERCC confia à MM. Y et L la mission d'effectuer les préparatifs nécessaires en vue d'informer le président du conseil d'administration et celui du RCC sur l'état de la solvabilité et sur le plan d'action proposé. L'ERCC décida que MM. X, Y et Z devraient informer le président du conseil d'administration, tandis que M. Y informerait le président du RCC (pièce 2.90 en annexe au rapport de l'auditeur).

8.9. Le 11 juin 2008, l'ExCo décida - après avoir été informé des discussions au sein de l'ERCC par M. X - de recommander au conseil d'administration de faire usage du capital autorisé (pièce 2.78 en annexe au rapport de l'auditeur).

9. *Evolutions de la solvabilité après le 12 juin 2008*

9.1. Les 18 et 19 mai 2008 (pièce 2.68 en annexe au rapport de l'auditeur), le conseil d'administration de A fut informé par M. Y de la dégradation des prévisions de solvabilité *look through* (il était désormais question d'un *gap* de -3,1 Mia EUR en scénario *base case* et de -5,9 Mia EUR en *stress case*). M. Y présenta également les mesures que le management proposait en vue d'enrayer cette dégradation, après quoi M. M présenta le point de vue et les suggestions complémentaires du RCC (visant à ce que le dividende de 2008 soit payé en actions). Le conseil d'administration discuta du plan de solvabilité du management et de la suggestion du RCC, mais reporta sa décision finale au 25 juin 2008.

Au cours du conseil d'administration des 18 et 19 juin 2008, M. Y fit également le point sur le dossier des *EC Remedies*. Il précisa à cet égard que ce dossier avait une incidence sur la solvabilité estimée à 1,2 Mia EUR en termes de dégradation par rapport aux évaluations initiales.

9.2. Par courrier du 24 juin 2008, A informa la CBFA du report de la publication d'une information privilégiée, en faisant état d'une information devenue suffisamment précise lors du conseil d'administration du 18 juin 2008 et en faisant état d'une publication prévue le 26 juin 2008 (pièce 2.117 en annexe au rapport de l'auditeur).

9.3. Le 25 juin 2008, le conseil d'administration de A approuva le plan de solvabilité proposé par le management (pièce 2.69 en annexe au rapport de l'auditeur). Le conseil d'administration décida plus précisément :

- de ne pas verser de dividende intérimaire en 2008 et de proposer à l'assemblée générale en mars 2009 de payer le dividende pour l'exercice 2008 en actions ;
- d'augmenter le capital par l'émission d'actions nouvelles à concurrence de 1,5 Mia EUR (dans le cadre du capital autorisé).

9.4. A annonça ces mesures le 26 juin 2008 dans un communiqué intitulé "*[A] accélère la mise en œuvre de son plan de solvabilité*" (pièce 2.17 en annexe au rapport de l'auditeur). On pouvait notamment y lire que "*le contexte actuel est exceptionnel et nécessite dès lors des mesures exceptionnelles*". Le communiqué précisait encore que les mesures du plan de solvabilité adapté

"compte tenu de la consolidation intégrale des activités de [B] acquises, vont permettre à [A] de maintenir core Tier 1 bien au-delà des 6% à la clôture de l'exercice 2009 (sous Bâle I)".

9.5. A la clôture des marchés le 26 juin, l'action A cotait à 10,26 EUR, en recul de 18,9 % par rapport au cours de clôture de la veille.

10. *Bref compte rendu des informations communiquées par A et ses représentants, faisant l'objet du dossier soumis à la commission des sanctions*

10.1. Dans ce contexte, A et ses représentants ont fourni des informations aux marchés sur l'évolution des *EC Remedies* et sur la solvabilité :

- lors de l'Investor Day du 22 mai 2008,
- dans un communiqué de presse du 23 mai 2008 relatif au placement des NITSH II,
- lors du programme "Het financieel ontbijt" du 5 juin 2008, et
- lors d'une conférence organisée par Goldman Sachs (à Berlin) le 12 juin 2008.

10.2. Une partie de l'ExCo des 10 et 11 avril 2008 fut consacrée à la préparation de l'Investor Day du 22 mai (pièce 2.74 en annexe au rapport de l'auditeur) et le programme général de la journée fut approuvé lors de l'ExCo du 20 mai 2008. Il ressort du procès-verbal de cette réunion que la communication sur la solvabilité lors de l'Investor Day avait été longuement discutée par l'ERCC (pièce 2.77 en annexe au rapport de l'auditeur).

Lors de l'Investor Day, M. X expliqua, au moyen de *slides*, que les négociations relatives aux *EC Remedies* étaient en bonne voie ("*On track to close the EC Remedies within the agreed time horizon*"), que le processus progressait bien ("*So I can say this is progressing well*" - "*So I am comfortable with the ongoing process there*") et que des discussions étaient en cours avec des acheteurs potentiels ("*discussions with potential buyers ongoing*") (pièces 2.15.1 et 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur). Enfin, en matière de solvabilité, M. X a indiqué "*The one thing I can say is that we are very confident to deliver our plans, absolutely on track to deliver the plans we showed to you sometimes back. I'm sure you will be at the end of this day feeling also quite comfortable about the achievement. (...) in respect of our solvency, our core capital continues to be in excess of our target and we are on track to meet our capital objectives for 2009*" (pièce 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur).

De son côté, M. Y fit un exposé, accompagné de *slides*, consacré à la solvabilité *look through* dans lequel il affirmait également que A était "*on track*": "*(...) we remain on track to meet our look-through solvency targets end of 2009. And as I said already in many meetings we will continue to further reinforce our solvency and capital mix also by implementing the remaining part of the plan, being strong earnings generation and retention, selective sales of assets or set-up of joint-ventures, raising of non-dilutive capital instruments, execution of capital relief transactions and a controlled growth of the capital requirements. (...) our solvency position remains strong thanks to the successful execution of our initial capital management plan and be reassured this is at the top of the agenda not only of the person in charge of finance but of the full executive committee of our company.*" (pièces 2.15.1 et 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur). M. Y indiqua encore que A conservait des « *Solid pro forma look-through capital ratios* ». A cet égard, il utilisa un *slide* qui reproduisait un schéma presque identique à celui utilisé lors de la présentation du 13 mai 2008. La seule différence entre les deux schémas était la prise en compte, dans la présentation faite lors de l'Investor Day, du placement de NITSH II parmi les "*actions taken*". Ce *slide* précisait toujours que A serait "*on target*" une fois les mesures de plan de solvabilité réalisées (pièce 2.15.2 en annexe au rapport de l'auditeur).

10.3. Dans un communiqué du 23 mai 2008, A annonça la clôture du placement de l'instrument hybride NITSH II, qui avait rapporté 625 Mio EUR (pièce 2.16 en annexe au rapport de l'auditeur). Le

communiqué de presse comportait également la citation suivante, attribuée à M. Y : " [A] est particulièrement satisfait de ce résultat. Nous avons atteint l'objectif que nous nous étions fixé, de sorte que l'opération va nous permettre de consolider la solvabilité de [A] ». Le communiqué affirmait encore : « Après le succès du placement de NITSH I pour un montant d'USD 750 millions - essentiellement en Asie - cette nouvelle transaction témoigne de la capacité de [A] à exploiter les opportunités qui se présentent sur le marché afin de renforcer encore ses coefficients de solvabilité, conformément à sa politique de solvabilité ».

M. Y confirma pourtant, lors d'une audition, que l'objectif du placement était 1 Mia EUR (pièce 32 en annexe au rapport de l'auditeur). Il avait par ailleurs indiqué, lors de l'ExCo du 20 mai, alors que le placement n'était pas encore clôturé, que le résultat était jusque là inférieur aux attentes (pièce 2.77 en annexe au rapport de l'auditeur). Cette précision selon laquelle A cherchait à récolter 1 Mia EUR via le placement des NITSH II avait à l'époque été relayée dans la presse (pièce 51.5.1 en annexe au rapport de l'auditeur, p. 29).

Par la suite, le RCC et le conseil d'administration du 6 juin 2008 ont été invités à approuver l'émission du NITSH I Tap, dans le but précis de compenser le résultat des NITSH II, qui était inférieur à l'objectif poursuivi de 1 Mia EUR (pièces 2.83 et 2.67 en annexe au rapport de l'auditeur).

10.4. Au cours de la conférence "Het Financieel ontbijt" du 5 juin 2008 organisée au siège de B, M. X déclara entre autres : "*We hebben hard gewerkt aan de solvabiliteit en blijven werken aan de solvabiliteit. (...) In de laatste recente periode hebben jullie gezien dat wij met non-dilutive instruments op de markt zijn gekomen. Dat zijn NITSH I en NITSH II en dat loopt ook goed. En wij hebben... ons programma, dat is gewoon op onze gedefinieerde lijn.*" ou encore "*Solvabiliteit... ik krijg vaak de vraag over solvabiliteit. Ik kan alleen bevestigen wat wij altijd gezegd hebben met de acquisitie van [B]. Wij hebben daar ook een tabel over gegeven hoe dat wij het gingen financieren. Ik sprak eerst over de rights issue, dan andere non-dilutive instrumenten: wij hebben NITSH I en NITSH II gedaan, wij zijn met andere plannen bezig. Wij hebben ook divestitures gedaan. (...) was een voorbeeld. Wij zijn ook aan andere opties aan het kijken. Op bepaald moment in onze financieringsplannen waren er zulke posten zoals het disposal van assets. Daar zijn wij ook bezig mee, samen trouwens met [B] en securitization is vandaag wat moeilijker, dat is duidelijk, maar zodra dat weer open komt zal dat ook een thema zijn*". M. X déclara également : "*Solvabiliteit is sterk.*" (pièces 52.2.16 et 81 en annexe au rapport de l'auditeur)

Les déclarations de M. X ont été relayées par la presse :

- '*Our numbers were strong in the first quarter, and on solvency, we're on track*', [A] Chief Executive Officer [X] said at business conference at [B]'s Amsterdam headquarters' (pièce 2.29 en annexe au rapport de l'auditeur);
- '*De topman zei dat de zaken goed blijven draaien. 'In de Benelux is er weinig volatiliteit', aldus [X]. De bestuurder zei dat de solvabiliteit van [A], die aangeeft in hoeverre een onderneming zijn financiële verplichtingen kan nakomen, 'op plan is'*' (pièce 82 en annexe au rapport de l'auditeur).

10.5. Le 12 juin, lors d'une conférence organisée par Goldman Sachs à Berlin, à laquelle assistaient tant des représentants d'institutions financières que des investisseurs, M. Z fit un exposé dans lequel il traita également de la solvabilité. Il ressortait entre autres des *slides* et des *speaker notes* utilisés par M. Z ce jour-là que les ratios de solvabilité au 31 mars 2008 étaient forts et sains et que le plan mis en place afin de renforcer la solvabilité permettrait à A d'atteindre ses objectifs à fin 2009 (pièces 65.1.2 et 65.2.1.1 en annexe au rapport de l'auditeur). Les *speaker notes* comportaient notamment le passage suivant :

"Solid Pro Forma look through capital ratio's

"As you know, we had a 5.5 billion solvency surplus at the end of the first quarter 2008. This surplus will gradually decrease as the acquired [B] activities are transferred to [A] during the course of 2008 and 2009.

On a look-through basis, we had a pro forma Bank Core Equity ratio of 5.3% (based on Basel 1), below our 6% target. The gap is around EUR 3 billion, but the plan in place to rebuild the solvency will get us back on target by the end of 2009.

This plan (to rebuild the solvency) is based on different levers:

- earnings generation and retention*
- selective sales of assets or set-up of JVs*
- issuance of non-dilutive capital instruments*
- execution of capital relief transactions*
- controlled growth of our capital requirements*

A recent example of continued execution is the issuance of NITSH II, a EUR 625 million non dilutive core tier 1 instrument. We will continue to update the market on progress made.

Obviously, the environment remains challenging and [A] will continue to take whatever steps necessary to navigate successfully through the current crisis.

In 18 months from now, when [B] is fully consolidated by [A], the risk profile of our company will be lower than today. At that time we will assess if the reduced risk profile will result in a lower capital target".

11. Développements ultérieurs

11.1. La Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) néerlandaise décida, le 5 février 2010, d'infliger chaque fois deux amendes de 144.000 EUR, d'une part à A SA/NV (société belge) et, d'autre part, à A N.V. (société néerlandaise) pour violation de l'article 5:58, alinéa 1^{er}, disposition liminaire et point d, de la loi néerlandaise sur le contrôle financier (Wet op het financieel toezicht) et de l'article 5:59, alinéa 1^{er}, de cette même loi, tel qu'il était rédigé jusqu'au 1^{er} janvier 2009. L'AFM décida également de procéder à la publication de sa décision, conformément aux articles 1:97 et 1:98 de la loi susmentionnée. Le 4 mai 2011, le Tribunal de Rotterdam, section "Bestuursrecht", déclara irrecevables les recours introduits par les sociétés concernées à l'encontre de ces décisions, au terme d'un jugement rendu contradictoirement. Les sociétés condamnées ont introduit appel contre ce jugement auprès du *College van Beroep voor het Bedrijfsleven*, qui n'a pas encore rendu de décision à ce jour.

11.2. Une procédure pénale est par ailleurs toujours en cours concernant la communication de A vis-à-vis du marché pendant la période 2007-2008. Sur la base du rapport du juge d'instruction désigné dans cette affaire, le ministère public a demandé le renvoi de plusieurs personnes physiques devant le tribunal correctionnel, dont MM. X, Y et Z.

11.3. Postérieurement à la période litigieuse, A SA/NV et A N.V. ont respectivement changé leur nom en A' SA/NV en A' N.V. Ensuite, dans le courant de l'année 2012, les deux sociétés ont fusionné, la société belge A' SA/NV étant la société absorbante. A' SA/NV demeure donc la seule intervenante du groupe A dans le cadre de la présente procédure. Eu égard à ces évolutions, A' SA/NV sera, pour des raisons de clarté, dénommée "A", dans la présente décision.

11.4. Il convient enfin de noter que depuis le 1^{er} avril 2011, le contrôle financier est exercé, en Belgique, selon un modèle bipolaire reposant sur deux autorités de contrôle autonomes, la Banque Nationale de Belgique, d'une part, et la FSMA, d'autre part. Cette dernière a succédé à la CBFA et a pour mission d'assurer la surveillance des marchés financiers et des sociétés cotées. Eu égard à ces évolutions, la présente décision fera, pour des raisons de clarté, uniquement référence à la FSMA, y compris pour les faits et actes émanant de la CBFA.

II. Notification des griefs par le comité de direction

12. Par des décisions prises les 29 juillet et 18 août 2009, notifiées à l'auditeur le 1^{er} septembre 2009, le comité de direction de la FSMA a chargé le secrétaire général, en sa qualité d'auditeur, de l'instruction à charge et à décharge de pratiques dont il a estimé qu'elles constituaient des indices sérieux de manquements aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 et à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007. Le comité de direction a pris cette décision sur la base d'une enquête préliminaire portant sur la communication externe de A relativement au déroulement de la mise en œuvre de son plan de solvabilité et relativement à ses prévisions en matière de solvabilité au cours d'une période allant de janvier 2008 jusqu'à la publication du communiqué de presse du 26 juin 2008.

13. Le comité de direction de la FSMA a pris connaissance du rapport que l'auditeur de la FSMA lui a transmis et a délibéré sur les suites qu'il entendait y donner lors de sa séance du 2 avril 2012. Il a ainsi décidé d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre de A (A' SA/NV) et de MM. X et Y.

14. En sa séance du 2 avril 2012, le comité de direction a également décidé d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre de M. Z. M. Z ayant opté pour une procédure en langue néerlandaise et ayant demandé que la procédure à son encontre soit menée séparément, la commission des sanctions prend à son égard une décision distincte.

15. Dans le chef de A, le rapport de l'auditeur conclut à l'existence de plusieurs manquements à l'article 10, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, (§§ 98 et 110 du rapport) et à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, (§§ 120, 124, 128 et 132 du rapport) de la loi du 2 août 2002 à l'occasion de sa communication externe relative au déroulement de la mise en œuvre de son plan de solvabilité et relative à ses prévisions en matière de solvabilité. Selon le rapport d'enquête, ces manquements doivent également être considérés comme des manquements à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 (§ 137 du rapport). Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations de l'auditeur à titre de griefs dans le chef de A.

16. Dans le chef de M. X, le rapport de l'auditeur conclut à l'existence de manquements à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002, d'une part, à l'occasion de l'Investor Day de A du 22 mai 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution des négociations dans le cadre de la vente des *EC Remedies* - § 148 du rapport d'enquête) et, d'autre part, à l'occasion du Financieel Ontbijt organisé au siège de B le 5 juin 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution de son plan de solvabilité - § 152 du rapport d'enquête). Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations de l'auditeur à titre de griefs dans le chef de M. X.

17. Dans le chef de M. Y, le rapport de l'auditeur conclut à l'existence d'un manquement à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002, à l'occasion de l'Investor Day de A du 22 mai 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution de son plan de solvabilité et ses estimations de solvabilité look through - § 163 du rapport d'enquête). Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations de l'auditeur à titre de griefs dans le chef de M. Y.

III. Appréciation des moyens de défense de A et de MM. X et Y

A. Allégations de violation des droits de la défense, du droit à un procès équitable, ainsi que des principes généraux de bonne administration

A.1. A titre liminaire : quant à l'applicabilité de l'article 6 CEDH

18. A titre liminaire, A, M. X et M. Y font observer que puisque l'amende administrative de 2.500.000 € que la commission des sanctions - véritable juridiction administrative selon M. Y - pourrait leur imposer en application de l'article 36, § 2, de la loi du 2 août 2002 pour infraction aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4° de la loi, revêt un caractère pénal au sens de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales (CEDH), cette dernière disposition est applicable à la présente procédure. Selon les personnes mises en cause, ceci implique le respect des principes généraux de la défense, du contradictoire, de l'impartialité et de la présomption d'innocence.

19. Le comité de direction estime, quant à lui, que l'article 6 CEDH n'est pas en tant que tel applicable aux autorités administratives telles que la commission des sanctions, pour autant qu'un recours de pleine juridiction soit possible (devant un tribunal, indépendant et impartial, établi par la loi, en l'espèce la Cour d'appel de Bruxelles) à l'encontre des décisions rendues par ces autorités. En conséquence, seuls les principes généraux de droit administratif sont applicables à la présente procédure, et ce pour autant que la législation applicable et la nature de la FSMA n'y fassent pas obstacle.

20. L'organe de la FSMA, qui peut imposer des sanctions administratives est expressément qualifié par la Cour d'appel de Bruxelles d'autorité administrative – et non de juridiction administrative (Bruxelles (18e ch), 1^{er} févr. 2008, D.B.F., 2008, p. 167). L'article 6 CEDH n'est donc pas applicable en tant que tel à la présente procédure devant la commission des sanctions (Bruxelles, 13 décembre 2011, Site Web FSMA, p. 43). Cependant, cette procédure ne peut de toute façon pas mettre en péril le respect des garanties de l'article 6 CEDH par la juridiction de recours, à savoir la Cour d'appel de Bruxelles, de sorte que la commission des sanctions est, par effet de ricochet, elle-même tenue de respecter les garanties fondamentales du procès équitable.

A.2. Allégation de violation du principe d'égalité des armes

21. MM. X et Y font observer que pour répondre à leurs observations déposées en août 2008 [*lire août 2012*], le comité de direction de la FSMA a disposé d'un délai de cinq mois. En janvier 2009 [*lire janvier 2013*], le comité de direction a déposé un mémoire de 341 pages pour l'examen duquel eux-mêmes n'ont disposé que de 20 jours. Ils y voient une atteinte grave au principe de l'égalité des armes, principe général du droit ayant valeur constitutionnelle en droit belge, qui aurait pour effet de vicier irrémédiablement la procédure.

22. L'article 28, alinéa 1^{er}, du règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions dispose que les parties et le comité de direction peuvent, dans les vingt jours suivant l'audition, déposer un mémoire complémentaire. Le second alinéa de l'article précité prévoit que si le comité de direction formule des observations écrites, celles-ci sont transmises aux parties concernées, qui disposent alors d'un délai de vingt jours, non renouvelable, pour y réagir. Ces droits de réponse concernent ce qui a été dit et discuté lors de l'audition. C'est la raison pour laquelle le règlement d'ordre intérieur confère aux parties et au comité de direction des droits analogues. Cependant, le mémoire complémentaire déposé par le comité de direction à la suite de l'audition ne contenait pas d'éléments de fait nouveaux ou de moyens non allégués lors de l'audition, de sorte que les parties n'ont pas pu être surprises par le délai de vingt jours qui leur était octroyé pour y répondre.

23. Par ailleurs, la commission des sanctions a été particulièrement attentive au principe de l'égalité des armes lors de l'audition des parties, en l'étalant à la demande des parties sur quatre journées espacées dans le temps, afin qu'elles disposent de plus de temps pour préparer leurs répliques.

A.3. Allégation de dépassement du délai raisonnable

24. Les personnes mises en cause soutiennent que le délai raisonnable pour rendre une décision est dépassé, de sorte que les poursuites seraient irrecevables.

25. Selon A, le point de départ de ce délai est le moment où elle a pu légitimement déduire de la situation qu'elle était soupçonnée d'avoir commis certaines infractions et qu'une procédure répressive était susceptible d'être diligentée à son encontre. En espèce, selon elle, ce point de départ se situerait le 17 juillet 2008, date à laquelle elle a reçu une demande générale d'informations de la FSMA. Par ailleurs, A relève deux périodes d'inactivité d'une durée totale de 1 an et 8 mois et demi, qui seraient exclusivement imputables aux organes de la FSMA à savoir :

- une période de 4 mois et demi due à l'inertie de la FSMA relativement au traitement des données communiquées par l'AFM néerlandaise ; l'AFM ayant envoyé le 15 janvier 2009 un CD-ROM à la FSMA sur lequel étaient enregistrés plus de 5.000 e-mails émanant de A et la FSMA ayant indiqué le 27 mai 2009 à l'AFM qu'elle ne parvenait pas à consulter les données figurant sur le CD-ROM et ayant demandé une copie papier des emails les plus pertinents pour l'enquête.
- une période d'un an et 4 mois entre le 30 novembre 2010 (date des conclusions finales de l'auditeur) et le 12 avril 2012 (date de la notification des griefs par le comité de direction) que la réorganisation par le législateur belge des structures du contrôle financier ne saurait excuser.

26. M. X fait observer qu'en ce qui le concerne, le point de départ du délai raisonnable se situe le 1^{er} septembre 2009, date à laquelle il a pu déduire d'un communiqué de presse de la FSMA qu'il était soupçonné d'avoir commis certaines infractions et qu'une procédure répressive était susceptible d'être diligentée à son encontre. Selon lui, le point de départ du délai raisonnable n'est donc pas le 2 février 2010, date du courrier de l'auditeur le convoquant à une audition pour s'expliquer sur les soupçons nourris à son encontre. M. X pose par ailleurs la question de savoir comment une personne seule, qui ne dispose plus d'aucune assistance financière et technique, est encore en mesure d'exercer normalement ses droits de la défense lorsqu'elle est confrontée, plus de quatre ans après sa démission de toutes ses fonctions au sein du groupe A, à une avalanche de chiffres sur lesquels elle ne s'est jamais prononcée, mais qu'on lui reproche de ne pas avoir révélés.

27. Monsieur Y reconnaît, quant à lui, qu'il n'a été inquiété par la présente procédure qu'à partir du 2 février 2010.

28. L'article 6.1 CEDH garantit à toute personne le droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, qui décidera, soit des contestations sur des droits et obligations de caractère civil, soit du bien-fondé de toute accusation en matière pénale, dans le sens que ladite convention y donne, dirigée contre elle. La détermination du caractère raisonnable de la durée d'une procédure qui peut mener à une sanction à caractère pénal au sens de l'article 6.1 CEDH commande une évaluation concrète et globale de la durée de la procédure à ce stade, eu égard (1) à la complexité de l'affaire tant sur le plan des faits que d'un point de vue juridique, (2) au comportement de la personne poursuivie et (3) à la diligence des autorités nationales, ainsi qu'à l'enjeu de la procédure (4) (F. KUTY, *Justice pénale et procès équitable*, Vol. 2, Larcier, Bruxelles, 2006, p. 62-63, n° 1384). Le délai dans lequel la cause doit être entendue ne prend cours que lorsque l'intéressé est mis en prévention pour avoir commis

une infraction ou lorsque, en raison de quelque autre acte d'information ou d'instruction préparatoire, il se trouve sous la menace d'une poursuite pénale et que cela se répercute gravement sur sa situation personnelle, notamment parce qu'il a été contraint de prendre certaines mesures pour se défendre contre les accusations portées contre lui au sens de la Convention (Cass. (2^e ch.) AR 1545, 19 septembre 1989).

29. Le caractère raisonnable de la durée de la procédure s'apprécie à l'aide des critères qui se dégagent de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme et suivant les circonstances de l'espèce, lesquelles commandent une évaluation globale (C.E.D.H. n° 45891/99, 7 novembre 2000 (Piccolo c. Italie) et non pas uniquement en fonction du temps qui s'est écoulé entre certains actes d'instruction entre eux ou entre la clôture de l'information et la saisine du juge (Cass. (2^e ch.) RG P.06.0604.N, 26 septembre 2006). Un dépassement du délai raisonnable ne saurait être sanctionné d'irrecevabilité des poursuites tendant à imposer une sanction à caractère pénal que lorsqu'il a entraîné une déperdition des preuves ou rendu impossible l'exercice normal des droits de la défense (Cass. (2^e ch.) RG P.10.1319.F, 7 septembre 2011). Si tel n'est pas le cas, le juge doit pouvoir diminuer cette sanction de manière mesurable ou éventuellement en dispenser le contribuable (Cass. (1^{ère} ch.) RG F.07.0076.N, 12 novembre 2009).

30. Contrairement à ce que soutient A, le délai raisonnable en cette affaire n'a pas pris cours lors d'une demande d'informations telle que celle qui lui fut adressée par la lettre de la FSMA du 17 juillet 2008, dès lors que cette lettre n'exprimait aucune suspicion ou accusation, ni n'annonçait des poursuites éventuelles. Dans cette affaire, le départ du délai raisonnable pour A se situe le 1^{er} septembre 2009, date à laquelle le comité de direction a annoncé par un communiqué de presse qu'il avait transmis le dossier à l'auditeur et que ce dernier allait mener une instruction à charge et à décharge.

31. En ce qui concerne MM. X et Y, le point de départ du délai raisonnable doit être situé au 2 février 2010, date à laquelle l'auditeur leur indiquait qu'une instruction relative à des indices sérieux d'éventuelles infractions aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 et à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 était diligentée à leur encontre.

32. Compte tenu de la grande complexité de l'affaire, tant sur le plan des faits que sur le plan juridique, du nombre de parties impliquées, du volume considérable de pièces à traiter, ainsi que de la nécessité et des servitudes de la mise en état de l'affaire par la commission des sanctions, les délais de procédure, qui ont commencé à courir le 1^{er} septembre 2009 pour A et le 2 février 2010 pour MM. X et Y, ne peuvent être considérés, au jour du prononcé de la présente décision, comme déraisonnables, même en tenant compte des périodes d'inactivité invoquées.

A.4. Allégation de partialité dans le chef de la commission des sanctions

33. M. Y estime qu'étant un organe de la FSMA, la commission des sanctions ne peut être impartiale et indépendante. A, M. X et M. Y objectent en outre qu'aucun organe de la FSMA ne peut se prononcer sur les présentes poursuites à leur encontre, sans statuer nécessairement sur la qualité des décisions qui ont été prises par la FSMA (alors CBFA) en 2007 et 2008 en tant qu'autorité de surveillance du secteur financier belge. Ils rappellent à cet égard que la FSMA (alors CBFA) avait accès aux informations de A relatives à l'évolution de sa solvabilité *look through* et au plan destiné à renforcer sa solvabilité aux échéances de fin 2008 et fin 2009. Ils estiment par ailleurs que la FSMA (alors CBFA) avait, à l'époque, approuvé sans réserve la communication de A par la voix de son président. Dans ces circonstances, ils sont d'avis qu'aucun organe de la FSMA, y compris la commission des sanctions, ne présente les apparences d'impartialité objective nécessaires pour décider sur les poursuites dans ce dossier. Selon eux, la FSMA se trouve en effet objectivement dans une position de juge et de partie. Les poursuites devraient dès lors être déclarées irrecevables.

34. Le cumul des fonctions préventives et répressives est de l'essence de la FSMA. Bien que la commission des sanctions soit un organe de la FSMA, la loi du 2 août 2002 l'appelle à statuer en toute impartialité et la présume capable de le faire. Compte tenu de sa composition telle qu'elle est prévue à l'article 48bis de la loi du 2 août 2002 et de la procédure fixée dans son règlement d'ordre intérieur, la commission des sanctions offre toutes les garanties nécessaires à une procédure équitable. En outre, aucun membre du siège actuel n'est, ni n'a jamais été membre du comité de direction de la FSMA. Le fait que deux membres du siège fasse également partie du conseil de surveillance de la FSMA, un organe qui ne connaît pas des dossiers individuels, mais qui est uniquement chargé du contrôle de l'ensemble du fonctionnement de la FSMA, ne saurait affecter la présomption de leur impartialité et de leur indépendance en tant que membres de la commission des sanctions. D'ailleurs, l'article 48bis, § 3, de la loi du 2 août 2002 permet à des membres du conseil de surveillance d'être membre de la commission des sanctions. Enfin, la commission des sanctions n'est nullement entravée dans sa liberté de statuer sur la qualité des décisions prises par la FSMA ou des positions prises par son président. La commission des sanctions n'est donc aucunement juge et partie dans la présente affaire. Si le législateur a doté la FSMA de la compétence de sanctionner pour manquement à la loi du 2 août 2002 et à ses arrêtés d'exécution, un groupe bancaire coté comme A, de même que ses dirigeants, l'exercice de cette compétence par l'organe de la FSMA désigné à cet effet, ne saurait, en soi, le rendre partial. Le moyen d'irrecevabilité des poursuites n'est donc pas fondé.

A.5. Allégation de partialité dans le chef de l'auditeur

35. Selon les personnes mises en cause, l'auditeur aurait violé l'article 70, § 2, de la loi du 2 août 2002 au motif qu'il n'aurait pas instruit le dossier à charge et à décharge. En outre, l'auditeur ne serait pas indépendant de la FSMA, parce qu'il en est un organe. Les poursuites devraient dès lors être déclarées irrecevables.

36. Dans sa version en vigueur avant le 15 juillet 2011, l'article 70, § 2, de la loi du 2 août 2002 imposait expressément à l'auditeur d'instruire à charge et à décharge les affaires dont il était saisi. En revanche, la version actuelle de l'article 70 de la loi ne mentionne plus l'exigence d'une instruction à charge et à décharge. S'agissant des dossiers dont le comité de direction avait déjà, avant le 15 juillet 2011, confié l'instruction à l'auditeur, l'article 70, § 2, alinéa 1^{er}, tel qu'en vigueur avant le 15 juillet 2011 demeure applicable en ce qu'il prévoit que l'auditeur instruit les affaires à charge et à décharge (article 1^{er}, alinéa 2, 2^o, de l'arrêté royal du 28 juin 2011 fixant la date d'entrée en vigueur de certaines dispositions de la loi du 2 juillet 2010). Tel est le cas dans le présent dossier.

37. Le seul fait que l'auditeur est également, en vertu des articles 47 et 51 de la loi du 2 août 2002, secrétaire général de la FSMA et qu'il est, de ce fait, organe de l'institution, ne l'empêche pas d'instruire les affaires dont il est saisi, de façon impartiale (Bruxelles, 13 décembre 2011, website FSMA, n° 20 et 56-57). Par ailleurs, il ne ressort pas du dossier d'instruction, ni du traitement de l'affaire devant la commission des sanctions que l'auditeur aurait manqué à son devoir d'impartialité lors de l'instruction du dossier. Le moyen d'irrecevabilité des poursuites n'est dès lors pas fondé.

A.6. Allégation de violation du principe *non bis in idem*

38. A estime que l'article 54 de la Convention du 19 juin 1990 d'application de l'accord de Schengen (ci-après "l'accord Schengen") consacrant le principe *non bis in idem* s'applique aux sanctions administratives que la FSMA peut prononcer, telles que les sanctions pour abus de marché. Le principe *non bis in idem* est aussi consacré par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, introduite par le Traité de Lisbonne du 13 décembre 2007 qui est applicable à la Belgique et aux Pays-Bas depuis le 1^{er} décembre 2009. Selon A, le principe *non bis in idem*

s'opposerait à ce qu'elle soit poursuivie devant la commission des sanctions alors qu'elle a déjà été poursuivie devant l'AFM néerlandaise, puis devant le Tribunal de Rotterdam et ce, pour les mêmes faits. Par application du principe *non bis in idem*, la procédure actuelle d'appel (en cassation) pendante devant le *College van Beroep voor het bedrijfsleven* aux Pays Bas empêcherait toute poursuite en Belgique pour les mêmes faits. Partant les poursuites actuelles contre A seraient irrecevables. En toute hypothèse, eu égard aux droits de la défense de A, la procédure actuelle devrait être suspendue jusqu'à ce que le *College van Beroep voor het bedrijfsleven* ait rendu sa décision.

39. D'après M. X, en vertu de l'article 14.7 du Pacte international relatif aux droits civils et politiques (ci-après le "PIDCP") et de l'article 4.1 du protocole n°7 à la CEDH, un même fait ne peut pas faire l'objet de procédures de sanction parallèles devant les autorités administratives et les autorités pénales. M. X soutient précisément que les faits pour lesquels il est aujourd'hui poursuivi devant la commission des sanctions sont les mêmes que ceux pour lesquels il a été inculpé par un juge d'instruction sur plainte de certains actionnaires. Il en déduit que les poursuites devant la commission des sanctions sont en contradiction avec le principe *non bis in idem* et qu'elles sont partant irrecevables.

40. M. Y estime, quant à lui, qu'à la suite de l'instruction pénale dont il fait, lui aussi, l'objet, la procédure à son encontre devant la commission des sanctions devrait être suspendue en raison du principe *non bis in idem* et de la primauté du droit pénal et de son principe selon lequel « *le criminel tient le civil en état* » tel qu'il est prévu à l'article 4 du Titre préliminaire du Code d'instruction criminelle, le droit pénal étant d'ordre public et un jugement pénal ayant une autorité de chose jugée *erga omnes*. M. Y invoque également la subsidiarité de la procédure administrative par rapport à la procédure pénale, à l'instar de ce qui prévaut en matière fiscale (loi du 22 septembre 2012 instaurant le principe "*una via*" dans la répression des infractions fiscales et majorant le plafond des amendes pénales fiscales).

41. Le principe *non bis in idem*, qui interdit de nouvelles poursuites pénales d'une même personne pour les mêmes faits, est un principe général en droit belge, qui est également consacré par l'article 4 du protocole n°7 à la CEDH. Le principe *non bis in idem* ne s'applique cependant qu'à l'intérieur d'un Etat et non dans un contexte transfrontalier (VERBIST, J., LOOSVELD, S., "De rechtsbescherming voor de financiële toezichthouder", in X., *Het financieel strafrecht in opmars*, Anthemis, Louvain-la-Neuve, 2009, p.371, n°65).

42. En tant qu'il concerne des décisions rendues dans deux Etats différents de l'Espace Schengen ou de l'Union européenne, le principe *non bis in idem* est consacré à l'article 54 de l'accord Schengen et par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. L'article 54 de l'accord Schengen dispose qu'une personne qui a été définitivement jugée par une Partie contractante ne peut, pour les mêmes faits, être poursuivie par une autre Partie contractante, à condition que, en cas de condamnation, la sanction ait été subie ou soit actuellement en cours d'exécution ou ne puisse plus être exécutée selon les lois de la Partie contractante de condamnation. Aux termes de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux, nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi. Il ressort de ces dispositions que l'une des conditions d'application de ces textes est l'existence d'une décision définitive dans un autre Etat de l'Accord Schengen ou de l'Union européenne. Dès lors, à supposer que, comme le soutient A, l'application de ces dispositions s'étende aux procédures administratives pouvant aboutir au prononcé d'une sanction revêtant un caractère pénal, encore faut-il constater que la condition d'une décision définitive fait totalement défaut en l'espèce, dès lors que la décision susmentionnée du Tribunal de Rotterdam fait l'objet d'un recours devant le *College van Beroep voor het bedrijfsleven*.

43. En ce qui concerne le moyen d'irrecevabilité des poursuites invoqué par MM. X et Y, il convient de relever que dans le contexte national également, le principe *non bis idem* n'est applicable qu'en cas de jugement définitif antérieur aux nouvelles poursuites ou condamnation. Par ailleurs, s'agissant des moyens invoqués par M. Y, ni la règle de l'article 4 du Titre préliminaire du Code d'instruction criminelle ni la primauté du droit pénal, n'empêchent les actions intentées par l'administration tendant à imposer des sanctions administratives, ces dernières ne constituant pas des actions civiles au sens de cette disposition légale (Cass. (1^{ère} ch.) RG F.06.011.F, 12 décembre 2008). Enfin, le champ d'application de la réglementation "*una via*" susmentionnée est limité aux matières fiscales. A l'heure actuelle, aucun cadre légal n'a été établi qui prévoirait une telle réglementation dans le domaine des abus de marché.

44. Enfin, A érige en postulat l'affirmation que ses droits de la défense seront violés si la présente procédure administrative n'est pas suspendue. Elle n'allègue toutefois aucun élément concret de nature à justifier dans cette hypothèse comment et en quoi les droits de la défense seraient ou pourraient être méconnus. La demande de suspension doit dès lors être rejetée.

A.7. Allégation de violation de la présomption d'innocence

45. A expose que le principe de la présomption d'innocence est une règle fondamentale de la procédure pénale, qui s'applique aussi aux procédures administratives qui donnent lieu à des sanctions à caractère pénal. Or, les décisions de l'AFM néerlandaise et du Tribunal de Rotterdam statuent sur les éléments constitutifs des infractions de manipulation de marché et de divulgation d'informations privilégiés en droit néerlandais qui sont largement identiques aux mêmes infractions en droit belge, puisque les deux législations sont basées sur la même directive européenne (la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché). En conséquence, d'après A, les déclarations de culpabilité que ces décisions comportent, porteraient irrémédiablement atteinte à la présomption d'innocence de A. D'après A, cela vaudrait aussi pour les articles récemment parus dans la presse. Les poursuites devraient dès lors être déclarées irrecevables.

46. Le simple fait qu'un tribunal étranger se soit déjà prononcé par un jugement non définitif sur le bien-fondé d'une accusation à caractère pénal dont la commission des sanctions est également saisie, ne saurait constituer une atteinte à la présomption d'innocence de l'accusé. La commission des sanctions est en effet en mesure de juger des inculpations dirigées contre A par le comité de direction de la FSMA en faisant abstraction de la décision prononcée par l'AFM et, en appel, par le tribunal de Rotterdam dont le jugement fait l'objet d'un recours, toujours pendant, devant le *College van Beroep voor het bedrijfsleven*.

47. Par ailleurs, la commission de sanctions ne tient aucun compte des articles parus dans la presse.

A.8. Allégation de violation des droits de la défense pour cause d'absence d'audition au cours de l'instruction

48. A affirme que ses droits de défense ont été méconnus au motif qu'elle n'a pas été entendue par l'auditeur au cours de l'instruction. Contrairement à MM. X et Y, A n'a en effet pas reçu communication de l'exposé des faits préliminaire de l'auditeur le 9 février 2010, qui décrivait les éléments de faits connus à ce stade. A n'a dès lors pas eu l'opportunité de répondre à cet exposé et n'a, dès lors, pas pu influencer les conclusions définitives de l'auditeur. D'après A, la lettre du 19 mai 2010 par laquelle l'auditeur lui communiquait ses conclusions provisoires et l'invitait à présenter ses observations concernant les pratiques faisant l'objet de l'instruction et à prendre contact ou à communiquer ses observations par écrit, mettait fin à l'instruction de l'auditeur. L'absence d'audition de A pendant l'instruction aurait irrémédiablement violé ses droits de la défense et, plus

particulièrement, le prescrit de l'article 6.3 CEDH. Les poursuites à son encontre seraient dès lors irrecevables.

49. Quoique le prescrit de l'article 6.3 CEDH ne s'applique pas aux procédures de sanction administrative, les principes généraux du droit garantissent le respect des droits de la défense dans le cadre de telles procédures.

50. Conformément à l'article 71, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 (dans sa version en vigueur avant le 15 juillet 2011 - article 70, § 2, dans sa version actuelle), l'auditeur a communiqué ses constatations provisoires à A et à MM. X et Y par courriers du 19 mai 2010 et ce, afin de leur permettre de faire valoir leurs observations sur les pratiques en cause.

Cette communication par l'auditeur ne mettait pas fin à son instruction. L'auditeur pouvait encore procéder ultérieurement à tout acte d'instruction jugé utile suite aux observations des parties intéressées. Il pouvait également changer ses constatations provisoires. L'instruction de l'auditeur n'est terminée qu'au moment que celui-ci saisit le comité de direction de son rapport définitif. Autrement dit, après la communication des constatations provisoires de l'auditeur, les parties peuvent encore influencer ses conclusions définitives ultérieures.

51. En outre, il ressort de la lettre du conseil de A, en réponse à la lettre de l'auditeur du 19 mai 2010, que A estimait qu'une audition n'était pas nécessaire à ce stade de la communication des constatations provisoires. En conséquence, les droits de la défense de A n'ont nullement été violés.

A.9. Allégation de violation du droit au silence

52. A soutient que son droit de garder le silence et de ne pas être contrainte de collaborer à sa propre incrimination a été violé par les demandes d'informations de la FSMA, au motif que ces demandes auraient été accompagnées de menaces de sanctions répressives fondées sur les articles 36 et 41, 3^o, de la loi du 2 août 2002. D'après A, la conséquence en est que les documents transmis par elle à la suite de ces demandes devraient être écartés des débats. Il en irait de même des devoirs d'instruction de l'auditeur qui en furent la conséquence. De même, d'après A, les échanges d'e-mails de MM. K et X, de même que des autres membres de l'ERCC que l'AFM a transmis une première fois à la FSMA en date du 15 janvier 2009 devraient être écartés en raison de la menace de sanction de l'AFM. A demande en outre leur écartement au motif que le délai raisonnable était dépassé en ce moment.

53. D'une part, le moyen repose sur l'affirmation que A se trouvait sous le coup d'une accusation en matière pénale, au sens de l'article 6 de la CEDH, dès le 17 juillet 2008 lorsque la FSMA lui a adressé une première demande d'informations. Cette allégation est erronée. Comme il a été exposé ci-dessus (voir le point 30), c'est seulement le 1^{er} septembre 2009, date à laquelle le comité de direction a annoncé dans un communiqué de presse qu'il avait transmis le dossier à l'auditeur et que celui-ci allait entamer une instruction à charge et à décharge, que A a pu se considérer comme accusée.

54. D'autre part, A ne peut être suivie en ce qu'elle soutient que les demandes de remise de documents qui lui ont été adressées par la FSMA les 17 juillet, 1^{er} août, 26 août et 10 septembre 2008 ont été faites sous la menace de sanctions pénales. Il ressort, tout au contraire, du texte de ces demandes qu'elles ne furent assorties d'aucune contrainte ou menace de sanctions pénales. En outre, dans trois des courriers que critique A, la FSMA s'est simplement référée à l'article 34 de la loi du 2 août 2002, qui lui confère le pouvoir de se faire communiquer toute information ou tout document qu'elle juge utile, mais qui n'énonce aucune sanction.

55. La commission des sanctions rappelle également que sur l'applicabilité du droit au silence, la Cour européenne des droits de l'homme note que le droit de ne pas s'incriminer soi-même concerne en premier lieu le respect de la détermination d'un accusé de garder le silence. Tel qu'il s'entend communément dans les systèmes juridiques des Parties contractantes à la CEDH et ailleurs, ce droit ne s'étend pas à l'usage, dans une procédure pénale, de données que l'on peut obtenir de l'accusé en recourant à des pouvoirs coercitifs mais qui existent indépendamment de la volonté du suspect, par exemple les documents recueillis en vertu d'un mandat (...) (C.E.D.H. n°19187/91, 17 décembre 1996 (Saunders c. Royaume-Uni), § 69). Le droit au silence ne porte donc pas sur des documents recueillis par la FSMA en application de l'article 34 de la loi du 2 août 2002, dans la mesure où ces documents existent indépendamment de la volonté des personnes concernées. Le droit au silence concerne essentiellement des déclarations qu'auraient pu faire les parties dans le cadre de la procédure menée contre elles. Or, l'auditeur informe toujours les personnes concernées de leur droit au silence avant de commencer ses auditions.

56. En outre, dans une autre affaire, la Cour d'appel de Bruxelles a jugé que la procédure de sanction menée au sein de la FSMA respectait le droit au silence (Bruxelles, 4 décembre 2012, AR n°2007/SF/5, n°40 à 42).

57. S'agissant des documents que l'AFM a communiqués à la FSMA, il n'y a pas lieu de les écarter des débats, dès lors que la critique de A porte sur la manière dont l'autorité néerlandaise aurait exigé sa collaboration à l'enquête diligentée aux Pays-Bas. La commission des sanctions ne saurait, en effet, se prononcer sur la légalité de la collecte d'informations par l'AFM. Au surplus, A n'allègue même pas qu'elle aurait contesté aux Pays-Bas la procédure engagée contre elle.

58. Enfin, la commission des sanctions ne peut s'empêcher de relever que A a transmis les informations et documents demandés sans aucunement se prévaloir, à ce moment, d'un droit au silence.

59. Par ailleurs, ainsi qu'il a été dit plus haut, dans la présente affaire, le délai raisonnable n'a pas été dépassé à ce jour.

A.10. Allégation de violation du principe de confiance légitime

60. A et M. Y invoquent la violation du principe de confiance légitime.

61. A cet égard, A fait tout d'abord valoir que la FSMA a été tenue informée et devait se tenir informée de l'évolution des estimations de la solvabilité de A. A soutient également que la FSMA ne lui a jamais demandé de modifier sa communication. Ainsi, A affirme que la FSMA a approuvé le projet de communiqué de presse de A du 23 mai 2008 relatif aux résultats de l'émission de NITSH II et qu'elle a ensuite été informée du communiqué de presse du 26 juin 2008 annonçant les mesures prises par le conseil d'administration de A. D'après A, ce dernier communiqué aurait été approuvé par le président de la FSMA lui-même qui, interrogé par la presse de l'époque, n'a émis aucune critique à son propos. D'après A et M. Y, la FSMA aurait par ailleurs approuvé toutes les communications de A, en parfaite connaissance de cause en raison de la surveillance accrue à laquelle A était soumise. Cette approbation par la FSMA aurait été confirmée dans son rapport annuel 2008-2009, p. (...). De ce fait, la FSMA aurait créé l'attente légitime que les communications que A avait diffusées, étaient adéquates et suffisantes. Les poursuites devraient dès lors être déclarées irrecevables.

62. Au moment des faits, le contrôle opéré par la FSMA (alors CBFA) sur A était double. D'une part, A, en tant que groupe bancaire, était soumise, en application de la loi du 22 mars 1993 relative au

statut et au contrôle des établissements de crédit, à un contrôle de type prudentiel portant, notamment sur le respect des ratios de solvabilité et de liquidités réglementaires. D'autre part, A, en tant que société cotée, était soumise à des obligations d'information en vertu de l'article 10 de la loi du 2 août 2002 et de ses arrêtés d'exécution, parmi lesquels figure l'arrêté royal du 14 novembre 2007. Ces dernières obligations visent à assurer la transparence, l'intégrité et le bon fonctionnement du marché. C'est le non-respect de ces obligations par A qui est au centre de la présente procédure. Le respect des ratios réglementaires, objet du contrôle prudentiel, n'est, en revanche, en rien concerné par la présente procédure.

63. Conformément à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007, qui rend les émetteurs seuls responsables de la mise à la disposition du public de toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés, le contrôle par la FSMA de l'information diffusée par A n'emportait aucun mécanisme d'approbation préalable des communiqués diffusés.

64. Par ailleurs, lors de la conférence de presse du 27 juin 2008 en vue de la présentation du rapport annuel de la FSMA (alors CBFA), son président n'a, à aucun moment et d'aucune façon, validé *a posteriori* la communication de A dans la période précédant le 26 juin 2008. Le rapport annuel relatif à l'exercice 2008-2009 était, quant à lui, bien postérieur aux faits litigieux et ne pouvait dès lors pas avoir influencé les communications faites antérieurement par A.

65. En outre, les informations transmises par A à la FSMA (alors CBFA) dans le cadre de sa mission de contrôle prudentiel n'avaient pas le même objet que les informations communiquées au marché. L'obligation d'informer le marché allait en effet au-delà du respect des ratios de solvabilité et de liquidité réglementaires qui sont un des objectifs du contrôle prudentiel. L'obligation d'informer le marché qui pesait sur A, en tant que société cotée, était liée à ses communications antérieures, notamment quant aux objectifs de solvabilité qu'elle s'était elle-même imposés et qui allaient au-delà des ratios réglementaires alors en vigueur (telle que la méthode *look through* utilisée par A en interne et dans sa communication externe, consistant à estimer l'évolution de sa solvabilité jusqu'au terme de l'intégration complète en son sein des activités acquises de B). Les informations qui avaient été transmises par A à la FSMA (alors CBFA) en tant que contrôleur prudentiel devaient lui permettre de vérifier le respect des ratios réglementaires par A, mais elles n'étaient pas suffisantes pour lui donner une vue exacte sur les perspectives de solvabilité *look through*. Par ailleurs, les informations que A devaient diffuser afin d'informer le marché portaient également sur toute information privilégiée au sens de la loi du 2 août 2002, soit notamment sur toute information relative au déroulement, au sein de A, du plan de solvabilité, susceptible d'influencer le cours du titre.

66. En l'espèce, les documents internes de A démontrent à suffisance que la FSMA n'était pas au courant de l'évolution exacte et par ailleurs fortement négative de la solvabilité *look through* de A. Par conséquent, A ne saurait invoquer un manquement ou une erreur dans le contrôle *a posteriori* de l'information financière par la FSMA pour s'exonérer de sa responsabilité et de son obligation légale de diffuser toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement du marché. En outre, les déclarations du président lors de la conférence de presse du 27 juin 2008 n'ont pas pu créer chez A une confiance légitime, car nul ne peut invoquer le principe de légitime confiance pour justifier un comportement contraire à la loi.

67. Le principe de confiance légitime est donc inopérant en l'espèce et la commission des sanctions est tenue de sanctionner toute infraction qu'elle constate, sans préjudice de la possibilité de prononcer une simple déclaration de culpabilité dans certaines circonstances, dont notamment le cas de dépassement du délai raisonnable. Le moyen de non-recevabilité des poursuites n'est dès lors pas fondé.

B. Allégation d'applicabilité de l'article 5 du Code pénal en vue d'imputer une infraction à l'article 25, §1^{er}, de la loi du 2 août 2002 à une personne morale et à une personne physique agissant pour le compte d'une personne morale

68. A et M. X invoquent l'applicabilité de l'article 5 du Code pénal en vue d'imputer une infraction à l'article 25, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002.

69. A cet égard, A rappelle que le principe de la personnalité des peines doit être appliqué aux sanctions administratives. Pour que A puisse être déclarée responsable d'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002, il faut qu'une faute personnelle ait été démontrée dans son chef.

70. D'après A, les principes constitutionnels d'égalité et de non-discrimination imposent d'appliquer aux sanctions administratives la disposition de l'article 5 du Code Pénal concernant la responsabilité pénale des personnes morales. S'agissant en l'espèce d'informations relatives au déroulement de la mise en œuvre et des prévisions en matière de solvabilité *look through*, l'imputabilité de la connaissance de ces informations à A, en tant que personne morale, dépend, selon elle, de la connaissance desdites informations par la majorité des membres de son conseil d'administration. Or, qu'ils s'agisse des informations relatives à l'émission de l'instrument NITSH II, aux négociations dans le cadre de la vente des *EC Remedies* ou encore à l'évolution de la solvabilité *look through* et du plan de solvabilité qui y est lié, ces informations n'étaient pas connues de la majorité des membres du conseil d'administration de A. A en déduit qu'aucune infraction ne lui est imputable en l'espèce.

71. M. X soutient également qu'au regard de la jurisprudence de la Cour Européenne des Droits de l'Homme, les amendes administratives infligées par la commission des sanctions revêtent la nature d'une sanction pénale, de sorte que la question d'imputabilité de l'infraction dans le chef de la personne physique qui agit pour le compte de la personne morale doit être réglée, à défaut de texte contraire, par analogie avec l'article 5 du Code pénal.

72. L'article 5 du Code pénal, tel qu'il fut introduit par la loi du 4 mai 1999 instaurant la responsabilité pénale des personnes morales, ne vise que les infractions pénales au sens strict. La loi du 2 août 2002 ne rend pas la règle de l'article 5 du Code pénal applicable aux infractions administratives qu'elle prévoit. D'ailleurs, en matière de transactions boursières, les paragraphes 1^{er} et 2 de l'article 25 de la loi du 2 août 2002 établissent un système spécifique de responsabilité des personnes morales et des personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer les transactions.

L'article 25, § 1^{er}, de la loi précitée rend tant la personne morale que la personne physique responsables des infractions administratives qu'elle prévoit, dès lors que l'acte incriminé peut être imputé, au regard des circonstances de l'espèce, à l'une et/ou à l'autre. Pour qu'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 puisse être imputée à une personne morale, il faut, mais il suffit, que les informations litigieuses se matérialisent dans un document officiel émanant de la personne morale (tel un communiqué de presse) ou qu'elles aient été diffusées par des personnes physiques s'exprimant au nom et pour le compte de la personne morale. Tel est le cas en l'espèce s'agissant des informations diffusées par MM. X, Y et Z, de sorte que l'infraction peut être imputée à A. L'infraction peut cependant être également imputée aux personnes physiques qui ont diffusé les informations litigieuses s'il s'avère que ses éléments constitutifs sont également réunis dans leur chef. Le fait que ces personnes physiques s'expriment en tant que porte-parole ou encore que leur message ait été approuvé de manière collégiale ne les exonère en rien de leur responsabilité propre.

C. Appréciation quant au fond

C.1. Rappel des dispositions légales applicables

73. Les griefs notifiés par le comité de direction concernent d'éventuelles infractions aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 et à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007.

a) l'article 10, § 1^{er} de la loi du 2 août 2002

74. L'article 10, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 impose aux émetteurs d'instruments financiers admis, à leur demande ou avec leur accord, à la négociation sur un marché réglementé belge de rendre publique immédiatement toute information privilégiée qui les concerne directement, y compris tout changement significatif concernant des informations qui ont déjà été rendues publiques. Cette information comprend des données financières si l'émetteur en dispose.

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

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

- (i) aux termes de l'alinéa 4, *"une information est considérée comme susceptible d'influencer de façon sensible le cours d'instruments financiers ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés lorsqu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser cette information en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement"*;
- (ii) aux termes de l'alinéa 5, *"l'information visée aux alinéas 1^{er}, 2 et 3 est réputée "à caractère précis" si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou sur celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés"*.

76. L'article 10, § 1^{er}, alinéa 3, de la loi du 2 août 2002 permet à un émetteur, sous sa propre responsabilité, de 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"*.

En vertu de l'alinéa 6, l'émetteur doit dans ce cas *"informer sans délai la FSMA de sa décision de différer la publication d'une information privilégiée"*.

77. En l'espèce, l'action A était, à l'époque des faits, cotée sur le Premier marché d'Euronext Brussels et sur le segment officiel d'Euronext Amsterdam. L'action A était le jumelage d'une action A SA/NV et d'une action A N.V. Tant les actions A SA/NV que les actions A N.V. étaient, à l'époque des faits, cotées sur le Premier marché d'Euronext Brussels, étant un marché réglementé belge au sens

de l'article 2, 5°, de la loi du 2 août 2002. En conséquence, tant A SA/NV que A N.V. étaient, au moment des faits, des "*émetteurs d'instruments financiers admis, à leur demande ou avec leur accord, à la négociation sur un marché réglementé belge*", au sens de l'article 10, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, de la loi du 2 août 2002. Les deux sociétés étaient donc soumises à cette disposition.

b) l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002

78. L'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 interdit "*à toute personne de diffuser des 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*".

79. Le manquement visé sous le point 4° de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 requiert comme éléments matériels (1) la diffusion d'informations ou de rumeurs et (2) le fait que ces informations ou rumeurs soient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers. Une exigence de connaissance doit également être rencontrée dans le chef de la personne qui diffuse les informations ou les rumeurs : (3) seules les personnes qui savaient ou auraient dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses sont susceptibles d'être sanctionnées.

80. L'article 25, § 3, 1°, de la loi du 2 août 2002 précise que "*les interdictions prévues au § 1^{er} s'appliquent aux actes visés au même paragraphe (...) qui concernent des instruments financiers qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé belge (...) que les actes en question soient accomplis en Belgique ou à l'étranger (...)*".

Les instruments financiers au sens de cette disposition sont notamment les valeurs mobilières (art. 2, 1°, a), de la loi), ce qui inclut les actions émises par des sociétés de type SA en Belgique ou N.V. aux Pays-Bas (art. 2, 31°, a), de la loi).

81. Les actions de A SA/NV et de A N.V. étaient, à l'époque des faits, admises à la négociation sur un marché réglementé belge et étaient donc des instruments financiers au sens de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002. La diffusion d'indications fausses ou trompeuses sur ces actions est donc susceptible d'être sanctionnée sur base de cette disposition, que cette diffusion ait eu lieu en Belgique ou à l'étranger.

c) l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007

82. L'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 fait partie du titre II (Obligations concernant les informations périodiques et certaines informations continues), chapitre 1er (Emetteurs dont la Belgique est l'Etat membre d'origine) de l'arrêté. Cet article impose aux émetteurs de mettre "*à la disposition du public toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés. L'information donnée est fidèle, précise et sincère et permet aux détenteurs de titres et au public d'apprécier l'influence de l'information sur la situation, l'activité et les résultats de l'émetteur*".

83. L'article 5, alinéa 2, précise que: "*les émetteurs assument en particulier la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément à la section IV [obligations en matière de communication d'informations au public], sous-sections Ire [obligations concernant les informations périodiques] et II [obligations concernant les informations complémentaires]*" du chapitre 1er du titre II de l'arrêté royal du 14 novembre 2007.

84. On entend par "émetteur" au sens de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007, les émetteurs visés à l'article 10, § 3, de la loi du 2 août 2002, dans la mesure où ils ont émis des titres (art. 3, al. 1, de l'arrêté royal du 14 novembre 2007). Aux termes de l'article 10, § 3, de la loi du 2 août 2002, "Les émetteurs visés au §2, alinéa 1^{er}, 1°, sont :

1° s'il s'agit d'émetteurs d'actions ou d'émetteurs de titres de créance d'une valeur nominale unitaire inférieure à 1.000 EUR :

a) des émetteurs ayant leur siège statutaire en Belgique; ou

b) des émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays non membre de l'Espace économique européen et qui doivent déposer auprès de la FSMA l'information annuelle, conformément aux dispositions du titre X de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés;

2° (...)"

85. En l'espèce, au moment des faits, seule A SA/NV avait son siège statutaire en Belgique et pouvait dès lors être considérée comme un émetteur au sens de l'article 10, § 3, de la loi du 2 août 2002. Seule A SA/NV était donc soumise à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007.

C.2. Position du comité de direction

86. Le comité de direction est d'avis que le présent dossier constitue un cas exemplaire de méconnaissance des obligations de transparence financière.

87. A l'instar de l'auditeur, le comité de direction estime que A a commis, à l'occasion de sa communication relative au déroulement de la mise en œuvre de son plan de solvabilité et relative à ses prévisions en matière de solvabilité au cours du premier semestre 2008, plusieurs manquements aux articles 10, § 1^{er}, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002, de même qu'à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 (uniquement par la société A SA/NV).

88. Toujours en suivant la position de l'auditeur, le comité de direction conclut que MM. X et Y ont commis, à l'occasion de la communication de A sur ces mêmes thèmes et au cours de la même période, des manquements à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002.

89. Dans son mémoire complémentaire et via l'intervention de ses représentants lors de l'audition, le comité de direction développe ces griefs et répond en outre aux moyens de défense invoqués par A et par MM. X et Y. Selon le comité de direction, c'est dans la perspective de l'investisseur *lambda*, non spécialisé, que la commission des sanctions doit se placer pour déterminer si des infractions ont été commises.

90. Le comité de direction considère premièrement que A a contrevenu à l'article 10, §1^{er} de la loi du 2 août 2002 car elle n'a pas publié immédiatement des informations privilégiées concernant (a) la dégradation de la mise en œuvre des *EC Remedies* et (b) sa solvabilité *look through* et la nécessité d'un plan de solvabilité "accélérée".

91. Le comité de direction estime en effet qu'à compter de la réunion de l'ERCC du 19 mai 2008, les responsables de A savaient qu'il était hautement probable que A conclue la vente des actifs visés par les *EC Remedies* avec C et connaissaient déjà de manière précise l'incidence négative (-800 Mio EUR) d'une telle décision sur la solvabilité de A. Le comité de direction relève en outre que lors de cette même réunion, les responsables de A avaient constaté que le plan de solvabilité initial ne se

déroulait pas comme prévu et que les mesures initiales de ce plan seraient insuffisantes pour atteindre les objectifs de solvabilité à fin 2009 et ce, même dans un "*base case scenario*". Le résultat des estimations dans ce *base case scenario* indiquait en effet un *gap* à l'issue de l'intégration de B fin 2009 à concurrence de -1,5 Mia EUR à - 1,8 Mia EUR, alors que le communiqué de presse du 7 mars 2008 faisait encore état d'un *buffer* de 2,5 Mia EUR et que le communiqué du 13 mai 2008 indiquait que la solvabilité de A en *look-through* à fin 2009 était « *on target* ». Il en résulte, selon le comité de direction, que dès le 19 mai 2009, il apparaissait qu'un "*solvency contingency plan*" était nécessaire, sous la forme de nouvelles mesures potentiellement dilutives ou d'une adaptation de la politique en matière de dividendes, ce qui était contraire à la stratégie constante de A vis-à-vis de ses actionnaires.

92. Le comité de direction fait valoir (1) que les conditions commerciales auxquelles la vente des actifs concernés par les *EC Remedies* s'est faite, ainsi que l'incidence desdites conditions sur la situation de A et (2) que l'évolution de la solvabilité *look through* de A et la nécessité pour celle-ci de développer un plan de solvabilité accéléré constituaient, dès le 19 mai 2008, des informations privilégiées au sens de l'article 2, 14° de la loi du 2 août 2002, que A avait l'obligation de rendre immédiatement publiques. Le comité de direction insiste sur le fait que seule l'information précitée sur l'évolution de la solvabilité *look through* et à la nécessité d'un plan de solvabilité accéléré constituait une information privilégiée à la date du 19 mai 2008, au contraire des informations relatives aux mesures concrètes qui seront prises dans le cadre de ce plan de solvabilité accéléré et qui, d'après le comité de direction, ne réuniront, quant à elles, toutes les caractéristiques d'une information privilégiée qu'à partir du 18 ou du 19 juin 2008.

93. Aux yeux du comité de direction, A n'était pas dans des conditions lui permettant de reporter la publication de ces informations privilégiées, elle n'a d'ailleurs pris aucune décision visant à un tel report et elle n'en a pas informé la FSMA. Il en déduit une violation de l'article 10, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 dans le chef de A.

94. En second lieu, le comité de direction estime que tant A que MM. X et Y ont contrevenu à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4° de la loi du 2 août 2002 en diffusant des informations dont ils savaient ou auraient dû savoir qu'elles étaient fausses ou trompeuses et ce, à plusieurs reprises en mai et juin 2008.

95. Ainsi, d'après le comité de direction, les informations rassurantes sur la solvabilité de A et sur l'évolution de son plan de solvabilité, diffusées par A par la voie de MM. X et Y lors de l'Investor Day du 22 mai 2008, puis par la voie de M. X au cours du programme "Financieel Ontbijt" le 5 juin 2008, puis enfin par la voie de M. Z le 12 juin 2008 pendant la conférence de Goldman Sachs à Berlin, étaient fausses ou à tout le moins trompeuses compte tenu de leur caractère manifestement incompatible avec les échanges d'informations qui s'opéraient au sein de A de manière récurrente depuis le début du mois de mai 2008, desquelles il ressortait, entre autres, que même après l'exécution réussie du plan de solvabilité initialement prévu, A aurait besoin de mesures additionnelles pour combler le déficit restant (*gap*) et se remettre sur la bonne voie pour atteindre ses objectifs.

96. De même, de l'avis du comité de direction, les informations diffusées par A par la voie de M. X lors de l'Investor Day du 22 mai 2008, selon lesquelles la mise en oeuvre des *EC Remedies* était sur la bonne voie, étaient des informations fausses et trompeuses dans la mesure où elles étaient manifestement inconciliables et en contradiction avec les échanges d'informations qui s'opéraient au sein de A dès le début du mois de mai 2008 desquelles il ressortait, entre autres que les conditions imposées par C, unique candidat acheteur sérieux, auraient une incidence fortement négative sur la solvabilité de A, mais que malgré ce constat, l'ERCC avait décidé d'accepter d'engager des négociations exclusives et de finaliser la vente avec C aux conditions de cette dernière, dans la

mesure où il n'y avait pas d'alternative crédible compte tenu du *timing* imposé par la Commission européenne.

97. Toujours d'après le comité de direction, le communiqué diffusé par A le 23 mai 2008, dans lequel elle se disait particulièrement satisfaite des résultats de l'émission de l'instrument NITSH II, donnait au marché des indications fausses ou à tout le moins trompeuses, dans la mesure où A n'était parvenue à récolter que 625 Mio EUR grâce à cette émission, soit moins de deux tiers de l'objectif annoncé (1 Mia EUR).

98. Le comité de direction estime que les éléments constitutifs d'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4° de la loi du 2 août 2002 sont réunis dans le chef de A, mais également dans le chef de M. X, pour ses propos sur l'évolution des *EC Remedies* lors de l'Investor day du 22 mai et sur l'évolution de la solvabilité *look through* lors du Financieel Ontbijt le 5 juin et dans le chef de M. Y pour ses propos sur l'évolution de la solvabilité *look through* lors de l'Investor day le 22 mai.

99. En troisième lieu, le comité de direction fait valoir que l'information mise à la disposition du public par A (A SA/NV), à tout le moins à compter du 19 mai 2008, concernant les *EC Remedies*, n'était pas une information fidèle, précise et sincère au sens de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007, au motif que rien ne fut communiqué au marché sur le délai précis de la vente des actifs concernés, ni sur l'incidence très négative de ces ventes sur la solvabilité de A.

100. Le comité de direction rappelle à cet égard que lorsqu'une information fausse et trompeuse est fournie au sens de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4° de la loi du 2 août 2002, cette information ne répond pas aux exigences de loyauté et de sincérité consacrées par l'arrêté royal du 14 novembre 2007. De même, lorsqu'une entreprise, en violation de l'article 10, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002, manque à son obligation de rendre immédiatement publiques les informations dont elle dispose (lorsque cette divulgation n'est pas différée pour une raison légitime), cette entreprise se trouve par ailleurs en défaut de remplir les obligations qui lui sont imposées en vertu de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 de mettre à disposition du public toutes les informations nécessaires à la transparence, l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés. Il en résulte qu'une violation de l'article 10, § 1^{er}, ou de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 doit également être considérée comme une violation de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007.

101. Le comité de direction rappelle à cet égard que A, par des communications relatives à l'évolution de son plan de solvabilité et aux estimations de sa solvabilité *look through* a violé, à plusieurs reprises, l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4° de la loi du 2 août 2002 et que, par l'absence de mise à disposition immédiate au public d'informations privilégiées relatives à l'évolution de son plan de solvabilité et aux estimations de sa solvabilité *look through*, dont elle disposait le 19 mai 2008, A a également violé l'article 10, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002. Le comité de direction en conclut que chacune de ces violations est également constitutive d'une violation, par A, de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007.

C.3. Moyens de défense de A et de MM. X et Y

102. A, MM. X et Y contestent vigoureusement tous les griefs formulés par le comité de direction.

103. A affirme qu'aucun manquement substantiel ne peut lui être reproché concernant sa communication sur ses estimations de solvabilité future en mai et juin 2008. Elle affirme que sa communication était conforme au prescrit légal et aux pratiques du marché. A reproche à l'auditeur et au comité de direction de s'être focalisés sur une période de temps très limitée au cours de laquelle les marchés étaient très volatils et où les estimations de solvabilité *look through* ont

beaucoup évolué. A reproche également à l'auditeur et au comité de direction d'avoir créé une ambiance en citant certains e-mails échangés en interne, faisant état de dissensions quant aux obligations légales de A en matière de communication au marché.

104. D'après A, MM. X et Y, l'analyse de l'auditeur est en outre affectée d'un biais rétrospectif (*hindsight bias*) : les poursuites seraient uniquement fondées sur l'omniscience obtenue *ex post*.

105. M. X et A reprochent à l'auditeur de procéder à des interprétations inexactes des pensées des différents protagonistes. Tant A que MM. X et Y reprochent également à l'auditeur d'extraire certaines phrases de communiqués en les sortant de leur contexte.

106. M. X affirme qu'il avait la conscience sincère de maintenir le cap au sein de A et que rien ne lui permettait de douter que des solutions existaient pour réaliser l'objectif d'intégration de B.

107. M. Y insiste sur la brièveté de son exposé du 22 mai 2008. Il insiste sur le fait que les porte-parole de A étaient interchangeables et qu'ils lisaient des scripts préétablis. Il précise que lors du communiqué du 22 mai 2008, il a remplacé le CFO (*Chief Financial Officer*), M. L, qui n'était pas disponible ce jour-là. Il précise encore qu'il s'est contenté de lire des *speaker notes* préparées par d'autres et il rappelle qu'il n'était pas quelqu'un qui pouvait prendre des décisions au sein de A. Il insiste sur le fait qu'il n'était pas CFO, mais seulement *Chief Finance, Risk et General Counsel*. M. Y en conclut que les reproches qui lui sont faits constituent "une tempête dans un verre d'eau". Il indique ne pas vouloir servir de bouc-émissaire. Il estime que le fait que son nom apparait souvent dans le dossier n'est pas une raison valable pour le poursuivre, qu'il n'était que quelqu'un d'important parmi d'autres au sein de A et que si on veut lui attribuer les propos de A, il faut être conséquent et attribuer l'infraction à toutes les personnes impliquées au sein de la société.

108. M. Y précise encore qu'un principe de base, en matière de communication par les sociétés cotées, est que tout ne doit pas être communiqué au marché. Il rappelle qu'il existe une différence entre les informations détenues en interne et celles qui sont communiquées. La solvabilité évolue en effet chaque jour. Or, les sociétés ne peuvent pas communiquer tous les jours.

109. Tant A que M. Y indiquent en outre que l'hypothèse de *stress case* envisagée en interne n'aurait pas pu se réaliser puisqu'elle supposait que tous les scénarios négatifs se réalisent en même temps et que certains éléments de stress auraient eu en même temps un impact positif.

110. A et M. Y estiment que certains chiffres mentionnés par l'auditeur dans le tableau intitulé "*full capital projection*" (annexe 1 du rapport de l'auditeur) sont erronés.

111. En ce qui concerne les griefs de violation de l'article 10 de la loi du 2 août 2002, A estime que l'obligation de publication de l'information privilégiée prévue dans cet article doit être interprétée conformément à la directive 2003/6/CE relative aux abus de marché, qui prévoit que les émetteurs rendent publiques les informations privilégiées "dès que possible" - et non "immédiatement" comme le prévoit l'article 10 susmentionné.

112. A estime qu'à l'époque des faits la probabilité attendue de la réalisation d'un événement devait être au moins significative, sinon élevée ou haute, afin que l'information puisse passer le test de matérialité et revêtir une précision suffisante pour pouvoir être qualifiée de "privilégiée". A, de même que M. Y estiment en effet que la commission des sanctions ne peut tenir compte de l'arrêt *Geltl*, rendu postérieurement aux faits litigieux par la Cour de Justice des Communautés européennes, selon lequel il suffit que la perspective de réalisation de l'évènement soit réelle sur la base d'une appréciation globale des éléments disponibles (CJUE, C-19/11, 28 juin 2012, *Geltl/Daimler AG*).

113. A estime également que la réalité économique et financière des émetteurs systémiques doit être prise en compte pour apprécier si l'article 10 de la loi du 2 août 2002 a été violé.

114. A soutient que l'information relative à l'évolution des négociations sur les *EC Remedies* ne constituait pas une information privilégiée le 19 mai 2008. A estime tout d'abord que l'information quant à l'incidence négative des *EC Remedies* devait déjà être considérée comme publique en mai 2008 au motif que les exigences imposées par la Commission européenne de vendre des activités dans un bref délai étaient connues du public, de même que la position commerciale délicate de A. A estime également que la commission des sanctions doit prendre en compte les particularités des *EC Remedies* par rapport à des offres d'acquisition volontaire. Selon A, il en résultait que le marché était plus attentif à la vente des *EC Remedies* elle-même qu'aux conditions de la vente. A et M. X soutiennent que s'ils avaient communiqué sur l'état des négociations avec C dès le 19 mai 2008, ils auraient perdu toute marge de négociation avec cette dernière. M. Y partage ce point de vue et précise que le comité de direction et l'auditeur font preuve, à cet égard, d'un détachement économique dans leur analyse du dossier des *EC Remedies*.

115. A relève qu'elle a continué à entretenir des contacts avec d'autres candidats que C après le 19 mai 2008 et qu'elle a encore négocié très fermement avec C, notamment sur le *credit umbrella* jusqu'au 26 juin 2008. La possibilité de laisser un *trustee* désigné par la Commission européenne vendre les *EC Remedies* à l'échéance prévue a également été évoquée. A soutient également que C aurait hésité jusqu'à la dernière minute à conclure la transaction. A soutient encore que la vente des *EC Remedies* à C nécessitait l'accord de plusieurs organes, de sorte que l'information ne pouvait revêtir le caractère d'information privilégiée le 19 mai 2012 après l'ERCC qui n'est pas un organe de A. A souligne encore que l'impact chiffré des *EC Remedies* n'a cessé d'évoluer. Selon A, ce n'est que le 26 juin que l'information relative à l'état d'avancement des *EC Remedies* avait acquis le caractère de précision nécessaire pour être utilement communiquée.

116. Enfin, d'après A, les analystes considéraient, à l'époque, que l'incidence négative des *EC Remedies* était déjà incluse dans le cours de A.

117. S'agissant de la communication relative à la solvabilité et à l'évolution du plan de solvabilité, A estime que l'information relative à la dégradation de sa solvabilité *look through* et aux mesures dilutives et de dividende pour la renforcer n'était pas suffisamment précise le 19 mai 2008 pour justifier une divulgation.

118. A affirme encore que le marché n'aurait pu raisonnablement ignorer la dégradation des prévisions de solvabilité. Elle se réfère à cet égard à diverses publications qui annonçaient, selon elle, cette dégradation. A affirme que le marché était parfaitement conscient du fait que la solvabilité représentait l'un de ses problèmes, puisque cette information fut reprise dans les rapports de certains analystes dans la foulée de l'Investor Day du 22 mai 2008.

119. Selon A, la dégradation de la solvabilité, telle qu'elle était connue au sein de A le 19 mai 2008, a bien été communiquée au marché lors de l'Investor day du 22 mai. MM. X et Y développent le même raisonnement lorsqu'ils affirment n'avoir communiqué aucune information trompeuse le 22 mai 2008.

120. A indique encore que les estimations de solvabilité *look through* présentées à l'ERCC le 19 mai 2008 contenaient divers éléments *pro forma*, tels que, entre autres, les résultats projetés de A concernant l'exercice 2008. A se réfère au fait que les estimations de solvabilité *look through* présentées le 19 mai 2008 résultaient d'une consolidation des activités de B à la fin 2008, alors qu'une telle consolidation n'était prévue que pour fin 2009. Par conséquent, les estimations

présentées à l'ERCC faisaient abstraction de l'influence favorable des diverses mesures qui devaient être lancées en 2009.

121. D'après A, l'ERCC ne prend aucune décision en matière de solvabilité le 19 mai. Il demande seulement de réaliser un travail d'analyse et de préparation d'un *contingency plan* - qui n'était, d'après elle, qu'une réponse potentielle à des événements futurs et incertains. D'après A, toutes sortes de mesures ont ensuite été examinées dans le cadre de l'élaboration de ce plan (suppression du dividende interimaire, paiement du dividende interimaire en actions, augmentation du capital, vente d'actifs), certaines servant à combler le *gap*, d'autres (les mesures dilutives) ne servant qu'à recréer un *buffer* pour répondre à la pression du marché. Ces mesures devaient, en tout état de cause, être testées avec le président du conseil d'administration et être proposées au conseil d'administration. A indique à cet égard que le 13 juin 2008, lorsque les mesures proposées ont été présentées au président du conseil d'administration, ce dernier exprima une vive opposition. Ce n'est que le 18 juin que la suppression du dividende interimaire, l'augmentation du capital et le paiement du dividende en actions furent discutés pour la première fois par le conseil d'administration de A. A en déduit que le plan de solvabilité accéléré n'est devenu une information suffisamment précise que le 18 juin 2008. Selon A, il était totalement impossible de communiquer au marché avant cette date.

122. A soutient encore que l'information relative à la dégradation de la solvabilité *look through* n'avait pas automatiquement une influence négative sur le cours. D'après A, il en allait de même de l'information relative à l'évolution des *EC Remedies* car le marché était plus attentif à la vente des *EC Remedies* elle-même, en tant que condition posée pour l'acquisition de B, qu'aux conditions de la vente des *EC Remedies*.

123. A affirme enfin qu'elle se trouvait en position de pouvoir reporter la publication de l'information, éventuellement privilégiée, dont elle aurait pu disposer concernant tant les *EC Remedies* que la dégradation de sa solvabilité et ce, jusqu'à ce qu'elle décide des mesures qu'elle allait mettre en oeuvre pour pallier le déficit constaté. A estime que la protection de ses intérêts légitimes justifiait qu'elle protège ses activités, ses actionnaires et ses déposants contre un *bank run* que sa solidité fondamentale ne justifiait en aucune manière. A estime même qu'il eût été de son devoir de reporter la publication de l'information relative à la dégradation de sa solvabilité *look through* si celle-ci avait été qualifiée de privilégiée. Le même argument lié au risque d'un *bank run* est également invoqué par M. X pour justifier le laconisme de ses propos sur la solvabilité lors du Financieel Ontbijt du 5 juin.

124. A affirme que l'information de la FSMA, en cas de report de publication d'informations privilégiées, telle qu'elle est prévue à l'article 10, § 1^{er}, alinéa 6, de la loi du 2 août 2002, n'est pas une condition dudit report et que son omission est purement formelle. A rappelle qu'elle avait décidé, à l'issue du conseil d'administration du 18 juin, de reporter jusqu'au 26 juin la publication de l'information relative aux nouvelles mesures destinées à améliorer sa solvabilité *look through* et qu'elle en avait alors informé officiellement la FSMA, qui ne s'était pas opposée au report de publication.

125. En ce qui concerne les griefs de violation de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002, A affirme que les informations relatives à la solvabilité qui ont été divulguées le 22 mai, le 5 juin et le 12 juin étaient toutes correctes et qu'elles reflétaient l'évolution des discussions internes.

126. A estime également que les investisseurs n'ont pas pu être trompés par les informations qu'ils ont reçues, le 22 mai, sur les *EC Remedies* puisque ces informations reflétaient bien l'état des négociations en cours. MM. X et Y insistent sur le fait que l'offre de C n'était pas la seule à l'époque.

127. M. X estime qu'on ne peut pas lui reprocher d'avoir communiqué au marché un message selon lequel A allait conclure la vente des *EC Remedies* dans les délais. Il rappelle que c'est d'ailleurs ce qui s'est passé. M. X affirme qu'il pouvait parfaitement se déclarer satisfait du processus en cours le 22 mai dans la mesure où les mesures prises par l'ERCC trois jours plus tôt avaient apaisé ses inquiétudes. M. X insiste encore sur le fait qu'il était intimement convaincu de l'exactitude de ses propos et qu'il était donc de bonne foi.

128. M. X estime qu'il ne pouvait annoncer au marché des choses non encore définitivement acquises et qu'il ne pouvait s'écarter de la politique de communication du groupe. Or, l'objectif était de ne communiquer les informations négatives qu'avec les mesures de redressement. M. Y affirme, quant à lui, qu'il existait un consensus général au sein de A au mois de mai 2008, selon lequel l'information sur les négociations relatives aux *EC Remedies* ne devait pas être communiquée au marché.

129. Tant A que MM. X et Y rappellent que A ne connaissait aucun problème de solvabilité au moment même.

130. M. Y rappelle que la solvabilité *look through* était un processus évolutif visant à établir les mesures nécessaires pour combler le *gap* de solvabilité et établir un *buffer*. S'agissant du calcul du *gap*, M. Y distingue le *gap* théorique (*gap* si aucune mesure n'est prise), le *gap* communiqué (plus bas que le *gap* théorique car ne tenant compte que des éléments suffisamment précis et certains) et le *gap* interne (encore meilleur que le *gap* communiqué puisque tenant compte, en sus, d'éléments non communiqués). M. Y estime qu'on ne peut lui reprocher d'avoir communiqué, le 22 mai, un *gap* qu'il estime plus important que le *gap* interne. M. X insiste également sur le fait que le déficit annoncé au public le 22 mai 2008 par M. Y était plus élevé que le déficit estimé en interne.

131. M. X qualifie ainsi de fallacieux le montant de -4,9 Mia EUR cité par le comité de direction à propos du *gap* de solvabilité *look through* au 22 mai, au motif que le déficit estimé pouvait alors être couvert à concurrence de 4 Mia EUR par les mesures classiques du plan de solvabilité. M. Y rappelle également que selon les calculs effectués le 19 mai, le *gap* interne, lié notamment à la vente des *EC Remedies* à C pouvait être couvert par le plan de solvabilité initial. Il insiste sur le fait que les "*potential buffering actions*" qui étaient envisagées servaient, au-delà de la réduction du *gap*, à installer un *buffer* de solvabilité. M. Y estime que peu de banques ont agi avec ce genre de clairvoyance. M. Y en conclut que les informations qu'il a diffusées le 22 mai étaient parfaitement correctes.

132. A estime que la commission des sanctions ne peut pas se prononcer sur la licéité, au regard de l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 des propos de M. X sur la solvabilité formulés lors de l'Investor day du 22 mai 2008, au motif qu'ils ne feraient pas partie des griefs dont elle a été saisie. M. X estime également que le seul sujet de l'inscrimination, en ce qui le concerne, pour ce qu'il a dit le 22 mai, est la description qu'il a faite de l'état des *EC Remedies*. S'agissant du Financieel Ontbijt du 5 juin, M. X limite également la saisine de la commission des sanctions à trois phrases ou parties de phrases prononcées sur le thème de la solvabilité.

133. A affirme également que lorsqu'elle communique au marché, le 22 mai 2008, qu'elle sera "*on target*", c'est compte tenu de l'effet positif attendu de l'application du cadre Bâle II (*relief* de 2 Mia EUR). Pour A, il est sans pertinence de savoir si le marché acceptait ou non la prise en compte du cadre Bâle II. D'après A, l'état et l'évolution de la solvabilité pouvaient être déduits des présentations faites et des indications chiffrées fournies le 22 mai par M. Y qui avait confirmé le *gap* additionnel de solvabilité *look through* du 13 mai (3 Mia EUR) auquel s'ajoutait désormais un *gap* additionnel de 2 Mia EUR à couvrir par l'effet de Bâle II. M. Y estime également que A a communiqué le 22 mai ce

qu'elle pouvait communiquer à ce moment-là et que cela correspondait aux estimations internes en matière de *gap* communiqué et que ce n'était ni faux, ni trompeur.

134. A affirme également que si elle n'a recueilli que 625 Mio EUR grâce au placement des NITSH II, c'est notamment parce qu'elle a choisi d'offrir le coupon le plus bas (8%). A rappelle que le chiffre d'1Mia EUR ne correspondait qu'au maximum de l'offre et que le marché était difficile. A reproche encore au comité de direction de conclure à une manipulation de cours lors de la diffusion d'un communiqué sur le résultat du placement des NITSH II sur la base des seuls sentiments exprimés par M. Y qui, en interne, s'était déclaré déçu du résultat du placement. A affirme en outre que tout le monde connaissait l'objectif du placement des NITSH et que A ne pouvait dès lors manipuler le cours en se disant satisfaite d'un placement à concurrence de 625 Mio EUR. D'après A, on ne pourrait reprocher à A qu'une tentative de manipulation du cours, laquelle n'est pas punissable. D'après A, il est par ailleurs d'usage, dans les communications de clôture des émissions, de se dire satisfait du résultat du placement.

135. D'après A, les propos de M. X lors du Financieel Ontbijt du 5 juin étaient tout à fait clairs. M. X soutient que lorsqu'il affirme que la solvabilité est "*sterk*" et "*op plan*", il se réfère à la solvabilité réelle et non la solvabilité *look through*. A le contredit sur ce point puisqu'elle affirme que le qualificatif de "*sterk*" visait la solvabilité réelle de A, mais que l'expression "*op plan*" se réfère, par contre, à la solvabilité *look through*. M. X soutient que parmi les trois phrases qui lui sont reprochées dans son exposé du 5 juin, une seule concernait la solvabilité *look through*. De manière générale, tant A que MM. X et Y insistent sur le fait que chaque fois qu'il est question de la solvabilité dans les communiqués, il convient de vérifier s'il s'agit de la solvabilité existante/réelle de A ou de la solvabilité *look through*. A rappelle encore que sa solvabilité réelle n'a jamais été mise en cause.

136. A attire l'attention sur le fait que ce sont les prévisions *look through* au 31 mars (indiquant un *gap* de 3 Mia EUR) qui ont été reprises dans la présentation faite par M. Z le 12 juin. A affirme que les *speaking notes* utilisées par M. Z ce jour-là étaient bien plus prudentes et nuancées que celles utilisées par M. X le 22 mai.

137. M. X affirme que l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o de la loi du 2 août 2002 requiert la preuve d'un dol spécial et d'une tromperie au sens de l'article 499 du Code pénal. M. X souligne encore dans ses conclusions que, d'une part, ses déclarations ne pourraient être qualifiées de fausses ou trompeuses en raison du processus prospectif et évolutif qu'elles décrivaient et que, d'autre part, le cadre sociétaire dans lequel elles s'inscrivaient l'empêchait de faire état d'études, d'alternatives ou de décisions non encore régulièrement approuvées par les organes compétents de A.

138. A estime enfin que l'attitude de la FSMA à l'époque a pu justifier son comportement. M. X estime également que la FSMA, dont il affirme qu'elle était parfaitement informée de la situation de A, avait approuvé la politique de communication de A. M. X en veut notamment pour preuve les signaux positifs relativement à la communication de A formulés par le président de la FSMA dans les media et dans le rapport annuel de la FSMA, de même que certaines déclarations faites par l'auditeur devant les autorités judiciaires. A et M. X en tirent comme conséquence qu'aucun manquement ne peut leur être reproché en invoquant le principe pénal de l'erreur invincible.

C.4. Appréciation par la commission des sanctions

C.4.1. Considérations préliminaires

139. La commission des sanctions est parfaitement consciente du fait qu'en mai-juin 2008, les marchés financiers étaient particulièrement volatils. Toutefois, nonobstant ce contexte difficile, A

devait respecter les obligations légales découlant des articles 10 et 25, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 et de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007. Ces obligations légales ne s'amenuisent pas avec la volatilité ou les tensions sur les marchés.

140. De même, la commission des sanctions sait très bien que la circonstance que A était, au moment des faits, un groupe de bancassurance chapeauté par deux sociétés cotées rendait complexe la tâche de ses dirigeants. A devait en effet veiller à respecter, d'une part, les règles de transparence qui s'imposent à toute société cotée et, d'autre part, les exigences réglementaires, en matière de fonds propres notamment, qui s'imposent à tout établissement de crédit. La commission des sanctions relève cependant que les obligations de transparence s'imposent à toutes les sociétés cotées quel que soit leur objet social et ne comportent aucune dérogation en faveur des groupes bancaires, ni en faveur des établissements dits "systémiques". Le risque d'un *bank run* ne saurait donc être invoqué par la défense pour justifier le non-respect de règles qui s'imposent à toutes les sociétés cotées.

141. La commission des sanctions relève que l'article 6.1 de la directive 2003/6/CE sur les abus de marché impose aux émetteurs de rendre publiques *dès que possible* les informations privilégiées, tandis que l'article 10, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 leur impose de rendre publique *immédiatement* toute information privilégiée. Le fait que le législateur belge, ait été au-delà des exigences européennes n'est en soi pas critiquable. Il convient en outre d'appliquer cette exigence de publication immédiate de manière raisonnable, tenant compte des contingences pratiques. En pratique, la publication *immédiate* d'une information privilégiée revient à ce que l'information soit publiée dès que possible par l'émetteur.

142. La commission des sanctions relève encore que l'article 10 de la loi du 2 août 2002 qui impose aux émetteurs de publier immédiatement toute information privilégiée, leur permet de différer la diffusion d'une information lorsque sa publication porterait atteinte à leurs intérêts légitimes (article 10, § 1^{er} alinéa 2). Encore faut-il cependant que ce report ne puisse pas induire le public en erreur. C'est évidemment le cas si l'émetteur diffuse, par ailleurs, des informations erronées ou à tout le moins trompeuses car inconciliables avec les informations privilégiées dont il reporte la publication et ce, en infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002.

143. La commission des sanctions constate qu'à l'époque des faits, A calculait sa position de solvabilité et ses besoins de liquidité par rapport au plan de solvabilité sur la base de la méthode *look through* et ce, en vue d'une intégration des activités de B dans le courant des exercices 2008 et 2009. Cette méthode *look through* était utilisée en interne, mais également dans la communication externe de A. Les marchés attendaient donc que A continue à les informer correctement sur l'évolution de sa solvabilité *look through*.

144. Les estimations de solvabilité *look through* supposent le recours à des projections et des calculs *pro forma*. Le fait qu'en l'espèce l'information financière diffusée par A se fondait sur des estimations de solvabilité *look through*, qui sont évolutives et qui contiennent par essence certains éléments d'incertitude, ne permet pas, en soi, de conclure que l'information concernée ne pouvait être suffisamment précise pour pouvoir être qualifiée d'information privilégiée. De même, si A utilisait en interne trois sortes de prévisions de solvabilité *look through* : "actuelles" (comme si l'intégration complète des activités acquises était achevée à la date à laquelle l'estimation était arrêtée), "à fin 2008" (comme si l'intégration complète des activités acquises était achevée à fin 2008) et "à fin 2009" (comme si l'intégration complète des activités acquises était achevée à fin 2009), elle ne saurait à présent écarter certaines estimations "actuelles" ou "à fin 2008" faites à l'époque au motif que la consolidation de B était prévue fin 2009.

145. Dans le même ordre d'idées, si A appliquait, au moment des faits, les normes de Bâle I, plus sévères que celles de Bâle II, elle ne pouvait faire abstraction, dans sa communication externe, d'un

gap additionnel de 2 Mia EUR au motif qu'il serait couvert par l'effet positif ("*relief*") de Bâle II. Si elle entendait couvrir un *gap* additionnel au moyen du *relief* de Bâle II, elle devait le faire en toute transparence.

146. En outre, puisque la communication sur la solvabilité était faite *en look through*, le fait que la solvabilité réelle de A ne soulevait pas de difficultés en mai-juin 2008 ne saurait servir à excuser des communications trompeuses ou inexactes en matière de solvabilité *look through*. La commission des sanctions estime que A et ses dirigeants ne sauraient tenter aujourd'hui de justifier certains termes rassurants utilisés à l'époque pour qualifier sa solvabilité en affirmant que seule sa solvabilité actuelle ou réelle était visée. A cet égard, la commission des sanctions constate en outre que A et ses dirigeants ne sont pas parvenus à s'accorder sur le sens qui devait être donné à certains qualificatifs utilisés dans la communication de l'époque, M. X affirmant que l'expression "*op plan*" utilisée le 5 juin 2008 se référait à la solvabilité réelle, tandis que A affirme que ces termes qualifiaient la solvabilité *look through*.

147. La commission des sanctions considère qu'une stratégie de communication, faite de sous-entendus, de déductions et de non-dits dans le but de présenter au marché des informations rassurantes, contredites par les faits, ne répond pas au prescrit de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 qui impose aux sociétés cotées de communiquer de manière fidèle, précise et sincère à l'attention du marché.

148. La commission des sanctions insiste sur le fait que c'est un problème d'information du marché, par A et ses dirigeants, qui est au centre de la présente procédure, et non le respect des ratios réglementaires, objet du contrôle prudentiel. En créant un amalgame entre ces obligations qui s'imposaient à A, cette dernière cherche à jeter le discrédit sur l'action menée par la FSMA au moment des faits, alors qu'il est clair que le contrôle de l'information par les sociétés cotées et la répression des manipulations de marché constituent des missions que la FSMA exerce *ex post*.

149. La commission des sanctions a d'ailleurs déjà démontré que A ne saurait invoquer un manquement ou une erreur dans le contrôle *a posteriori* de l'information financière par la FSMA pour s'exonérer de sa responsabilité et de son obligation légale de diffuser toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement du marché (voir les points 62 à 67 ci-dessus). La commission des sanctions a jugé, en outre, que les déclarations du président de la FSMA lors de la conférence de presse du 27 juin 2008 n'avaient pas pu créer chez A une confiance légitime (voir le point 66 ci-dessus). Pour les mêmes raisons, la commission des sanctions estime que A et ses dirigeants ne peuvent pas non plus invoquer l'attitude de la FSMA pour démontrer une erreur invincible dans leur chef. Cette cause de justification pénale suppose par ailleurs nécessairement que les éléments invoqués pour justifier l'erreur commise aient précédé celle-ci. Or, en l'espèce, A et M. X invoquent le comportement de la FSMA après les faits (déclarations de son président faites le 27 juin 2008, rapport annuel de la FSMA paru en 2009) pour justifier des infractions qu'il leur est reproché d'avoir commises antérieurement.

150. Enfin, la commission des sanctions tient à rappeler que la présente procédure a trait à la communication externe de A relative au déroulement de son plan de solvabilité et à ses prévisions en matière de solvabilité au cours du premier semestre 2008. Dans ce cadre, le rapport de l'auditeur et les griefs notifiés par le comité de direction épinglent certaines communications faites par A au cours de cette période. Autant les personnes mises en cause ont raison d'affirmer que ces communications doivent être examinées dans leur contexte, sans biais rétrospectif, autant il est inexact d'affirmer que seules quelques phrases, voire quelques mots, prononcés par les différents intervenants font l'objet de la saisine de la commission des sanctions.

C.4.2. Appréciation de l'existence d'une infraction à l'article 10 de la loi du 2 août 2002 dans le chef de A

151. Pour être qualifiée de privilégiée et devoir faire l'objet d'une publication immédiate en vertu de l'article 10 de la loi du 2 août 2002, l'information (1) ne doit pas avoir été rendue publique, (2) doit avoir un caractère précis, (3) doit concerner directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, et (4) doit être susceptible, si elle est rendue publique, d'influencer le cours des instruments financiers concernés de façon sensible.

(a) Informations relatives à l'évolution des *EC Remedies*

152. Dans deux communiqués diffusés en octobre 2007 et en avril 2008, A avait indiqué que la Commission européenne posait comme condition à l'acquisition de B la vente de certains actifs, les *EC Remedies*, mais que ceci n'aurait aucune incidence significative sur les plans d'intégration de A et de B.

153. Il ressort du dossier que A était en contact avec différentes parties susceptibles d'être intéressées par l'achat de ces actifs. Le 22 avril 2008, C avait transmis une offre contraignante à A. Les négociations avec C ont fait l'objet d'échanges d'e-mails internes le 7 mai 2008 entre les hauts cadres de A, dont M. Y. Ils avaient en effet compris que les conditions posées par C dans le cadre de la réalisation des *EC Remedies* étaient bien plus désavantageuses pour A – notamment en termes de solvabilité – que ce à quoi ils s'attendaient initialement. Ainsi, dans un e-mail adressé le 7 mai à M. Y, M. N qui est en charge de la vente des *EC Remedies*, avait indiqué "*as just confirmed with [O], we would : 1) sell for 500 a bank that has 800 NAV and about 0 RWA to start with ; 2) keep (the burden and credit risk of) ca. 9.5 bn RWA on our balans sheet. The solvency impact would be a negative 1,1 bn instead of a negative 0,8 bn anticipated*" (pièce 2.147 annexée au rapport de l'auditeur). M. Y avait réagi en qualifiant ces données de "*huge issue*" (pièce 2.149 annexée au rapport de l'auditeur). Il avait encore indiqué à M. N : "*we have a serious problem here. This has never been included in our solvency tests and is not what was explained when we reviewed the offers*" (annexe 2.1 au rapport de l'auditeur).

154. Un mémorandum fut établi par le département M&A de A et adressé à M. Y le 16 mai 2008. On y lit que "*Further to recent interactions it is now clearly confirmed that the terms of [C]'s offer are extremely tough. The key ones being :*

- *Badwill of 300m (price of 500 for a NAV of 800, with € to € adjustment if the NAV changes), including a.o.*
- *Full credit umbrella for the existing credit portfolio, i.e. full cover of credit risk and transfer of the related solvency burden on the seller*
- *Partial credit umbrella on the credit renewals of the 1st year (after a first loss piece of 49 bps)"*(pièce 2.99 en annexe au rapport de l'auditeur).

155. L'incidence négative, en termes de solvabilité, des conditions négociées était estimé à +/- 0,8 Mia EUR, ce qui correspondait à une dégradation d'1,2 Mia EUR par rapport aux estimations initiales: "*From a solvency viewpoint, the burden would add up to -800m (core Equity) in the first year, decreasing over time, vs. -200m est. in the latest update and a relief of 400m initially anticipated*".

156. La dégradation des estimations de solvabilité induite par les conditions posées par C résultait, d'une part, du prix offert et, d'autre part, de l'exigence que A garantisse le portefeuille de crédits qui serait cédé (*credit umbrella*).

157. Le 19 mai, l'ERCC s'est réuni et a constaté cette incidence négative des conditions de réalisation des *EC Remedies* telles qu'elles avaient été négociées avec C. L'ERCC a néanmoins pris les décisions

suivantes s'agissant des *EC Remedies* : "*To do : Finance go forward with EU Remedies, move forward with [C] proposal and close deal (...)*".

158. Lors de la réunion de l'ExCo du 20 mai 2008, la décision d'engager des négociations exclusives avec C sur la base des conditions posées par cette dernière fut confirmée : "*We will enter in exclusive negotiations with [C] for the next 2 weeks in order to 'lock' them into the bidding process and accelerate bidding to reduce the risk of them walking away to favour the (...) potential deal in Germany. The terms of the deal will not be very favourable to us, though still acceptable. Under the current terms, the deal would cost us ~400mio in Solvency.*" (pièce 2.77, p. 1, en annexe au rapport de l'auditeur). M. X demanda néanmoins que l'on prépare un plan B, pour le cas où les négociations avec C échoueraient : "*The CEO raises his concern of having only one serious party in the negotiation and stresses the need to already prepare a Plan B to activate other candidates should the negotiations with [C] fail*" (pièce 2.77, p. 1, en annexe au rapport de l'auditeur).

159. L'information fournie jusque-là par A au marché était que les *EC Remedies* n'auraient aucune incidence significative sur les plans d'intégration de A et de B. L'information disponible en interne à partir du 19 mai tranchait donc avec cette information parcellaire, mais essentiellement rassurante qui avait été rendue publique : les marchés n'étaient nullement informés des négociations en cours et de ses conditions très défavorables sur la solvabilité. Les hauts cadres de A ne prirent d'ailleurs eux-mêmes conscience de l'ampleur du problème qu'au début du mois de mai 2008. Le 7 mai, M. Y qualifia ainsi les informations internes qui lui furent communiquées à propos des négociations avec C de "*huge issue*" (pièce 2.149 annexée au rapport de l'auditeur). Il indiqua également à M. N : "*we have a serious problem here. This has never been included in our solvency tests and is not what was explained when we reviewed the offers*" (annexe 2.1 au rapport de l'auditeur). Il est donc évident que l'information qui était disponible en interne relativement à l'évolution négative des *EC Remedies* en termes d'incidence sur la solvabilité ne revêtait pas, à l'époque, un caractère public.

160. Même si les négociations avec C se sont encore poursuivies après le 19 mai, que des solutions alternatives ont encore été envisagées après cette date et que le conseil d'administration de A n'avait pas encore formellement approuvé la vente, l'information disponible en interne à cette date sur les négociations en cours était suffisamment précise quant à son incidence négative sur la solvabilité, pour revêtir un caractère privilégié et ce, compte tenu notamment du contexte de ces négociations : A n'aurait en effet pas pu renoncer à la vente puisque celle-ci était une condition posée par la Commission européenne à l'acquisition de B. Le délai imposé par la Commission européenne était en outre très court, puisqu'il expirait le 3 juillet 2008. La probabilité que la transaction se conclue aux conditions très strictes imposées par C était donc renforcée. Autrement dit, à compter du 19 mai 2008, le management de A savait que non seulement il existait une réelle perspective, mais même qu'il était hautement probable que A conclue la vente des actifs visés par les *EC Remedies* avec C et il connaissait déjà de manière précise l'incidence négative d'une telle décision sur sa solvabilité.

161. En vertu de l'article 2, 4°, alinéa 5, de la loi du 2 août 2002 qui transpose la directive 2003/124/CE, une information est réputée "à caractère précis" si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou sur celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés. La Cour de Justice de l'Union européenne a indiqué à cet égard qu'il suffisait que la perspective de réalisation de l'évènement en question soit réelle, sur la base d'une appréciation globale des éléments disponibles, pour que l'information puisse être considérée comme précise (CJUE, affaire C-19/11 Geltl contre Daimler AG, arrêt du 28 juin 2012, non encore publié au recueil, considérants n°56 et 46). Contrairement à ce que

soutient A, cette interprétation de la Cour de Justice ne doit pas être considérée comme nouvelle ou plus stricte, de sorte qu'elle devrait être écartée parce que postérieure aux faits litigieux. Rien ne permettait en effet de croire, avant que cet arrêt ne soit rendu, que l'usage des termes "peut raisonnablement penser" par le législateur européen exigeait la preuve d'une haute probabilité. En toute hypothèse, dans le cas d'espèce, la commission des sanctions estime que cette haute probabilité que la vente se réalise aux conditions posées par C, était présente, notamment compte tenu du contexte des *EC Remedies*.

162. La commission des sanctions estime en outre que l'incidence négative de l'information sur la solvabilité était suffisamment précise pour que l'on puisse tirer une conclusion quant à son effet possible (négatif également) sur le cours de l'action A. Par ailleurs, tout investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser cette information en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

163. La commission des sanctions constate donc que l'information relative à l'évolution négative des *EC Remedies* en termes d'incidence sur la solvabilité (1) n'était pas publique (2) revêtait un caractère précis dès le 19 mai 2008 (3) concernait directement A et (4) était susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer le cours des instruments financiers concernés de façon sensible. Elle revêtait donc un caractère privilégié dès le 19 mai 2008 et aurait dès lors dû faire l'objet d'une publication immédiate.

164. A pouvait, certes, reporter la publication de cette information si elle estimait que celle-ci était susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes. Il fallait cependant que ce report ne risque pas d'induire le marché en erreur. Il fallait également que la FSMA en ait été informée. Le report de publication d'une information privilégiée est notamment de nature à induire le public en erreur s'il est accompagné de la publication, par l'émetteur, d'informations contraires à celles dont il reporte la diffusion (X. DIEUX, D. WILLERMAIN, "La transposition en droit belge de la directive 'abus de marché' et ses mesures d'exécution", Rev. Dr. Banc. Fin., 2007/1, n°23). Or, le 22 mai, lors de l'Investor Day, A diffusera des informations rassurantes sur le dossier des *EC Remedies* (voy. le point 184 ci-dessous). Ainsi, M. X déclarera notamment le 22 mai 2008 lors de l'Investor day : "*On track to close the EC Remedies within the agreed time horizon*"; "*So I can say this is progressing well*" - "*So I am comfortable with the ongoing process there*"; "*discussions with potential buyers ongoing*". La communication de telles informations exclusivement positives le 22 mai - dont le caractère trompeur sera examiné ci-après - rendait inductif en erreur tout éventuel report de la publication de l'information privilégiée. La commission des sanctions constate en outre que la FSMA n'a jamais été informée par A d'une quelconque décision de reporter la publication de l'information susmentionnée. C'est donc en vain que A invoque *ex post* le bénéfice d'un tel report.

(b) informations relatives à l'évolution de la solvabilité *look through* et à la nécessité pour A de prendre des mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial

165. En terme d'évolution de la solvabilité *look through*, A avait annoncé le 7 mars 2008, à l'occasion de la publication de ses résultats pour l'année 2007, qu'un *buffer* de 2,5 Mia EUR pourrait être constitué grâce à l'émission d'instruments non dilutifs. Ensuite, le 13 mai 2008, lors de la présentation des résultats du premier trimestre de 2008, A avait affirmé qu'elle serait "*on target*" une fois réalisées les mesures du plan de solvabilité. M. X avait notamment déclaré : "*Au premier trimestre, nos ratios de solvabilité ont souffert de la chute des marchés des actions. Cependant, les bénéfiques non distribués et le lancement d'instruments non dilutifs ont compensé cette évolution. Notre core capital reste largement supérieur à notre cible. Cet excédent de core equity va diminuer lorsque les activités de [B] acquises seront transférées à [A] au cours des années 2008 et 2009 et seront consolidées pour la première fois. Néanmoins, nous continuons à progresser comme prévu vers la réalisation de nos objectifs de solvabilité annoncés pour 2009, grâce au report de nos bénéfiques*

futurs, à des cessions de certains actifs et à l'émission d'instruments non dilutifs comme indiqué précédemment."

166. Pourtant, les évaluations internes de la solvabilité *look through* s'étaient progressivement dégradées de sorte que, début mai 2008, un *gap* était apparu même après exécution du plan de solvabilité et qu'une distinction était désormais faite, dans les évaluations internes, entre un *base case scenario* et un *stress case scenario*. Le procès-verbal de la réunion de l'ERCC du 5 mai 2008 faisait déjà état de la nécessité de développer un *contingency plan*: "*Main discussion took place around the actions to be performed to fill the core equity deficit by the end of 2008. It was agreed that especially the assumption with regard to the capital instruments to be issued and the divestments need to be very closely followed (...). Main conclusion from the stress test scenario was that a contingency plan should be developed and presented to the ERCC in the near future. (...)*".

167. Dans le mémorandum adressé par le département M&A de A à M. Y à propos du dossier des *EC Remedies* le 16 mai 2008, l'incidence négative, en termes de solvabilité, des conditions négociées avec C était estimé à +/- 0,8 Mia EUR, ce qui correspondait à une dégradation d'1,2 Mia EUR par rapport aux estimations initiales (pièce 2.99, p. 1, en annexe du rapport de l'auditeur) : "*From a solvency viewpoint, the burden would add up to -800m (core Equity) in the first year, decreasing over time, vs. -200m est. in the latest update and a relief of 400m initially anticipated*".

168. Pendant la réunion de l'ERCC du 19 mai 2008, de nouvelles estimations de solvabilité *look through* à fin 2008 avaient été communiquées et commentées par M. Y. Elles tenaient compte de l'évolution négative des *EC Remedies* (voir les points 154 à 157 ci-dessus). Le résultat de ces estimations était que le *gap* à l'issue de l'intégration de B fin 2009 serait de - 1,5 Mia EUR à - 1,8 Mia EUR après réalisation des mesures prévues initialement dans le plan de solvabilité : "*[Y] handed out an updated solvency forecast for Q4 2008 in line with the latest EC Remedies assumptions. This leads to an estimated core equity deficit versus our internal target of -1.5bnEUR to -1.8bnEUR*". Alors que le mémorandum du 16 mai mentionnait encore que, sous réserve de l'exécution des mesures planifiées, "*[A] should be able to manage solvency close to target*", le document actualisé présenté au cours de la réunion de l'ERCC du 19 mai ne laissait subsister aucun doute quant à la nécessité de mesures complémentaires pour atteindre les objectifs de solvabilité, et ce, même dans l'hypothèse *base case* (pièce 12.7) : "*Even after successful execution of planned divestments, capital issues and contained RWC growth [A] needs additional measures to fill the 1.8bn remaining deficit in order to be back on target*".

169. Cette constatation mena aux conclusions suivantes dans le procès-verbal de l'ERCC du 19 mai 2008: "*It was agreed that 3 potential axis should be further explored: capital raising (eg. Rights Issue, Non-Innovative capital raising...), divestments and dividend policy correction*".

170. Les décisions de l'ERCC du 19 mai ont été synthétisées comme suit (pièce 2.88, p. 2, en annexe au rapport de l'auditeur) : "*To do*:"

- ✓ *Finance go forward with EU Remedies, move forward with [C] proposal and close deal*
- ✓ *Risk & Finance to propose appropriate governance of remaining credit portfolio management*
- ✓ *Finance together with IR to prepare a concise Q&A on solvency and capital mix*
- ✓ *Finance to prepare a contingency plan timeline & triggers by when do we need to take which decision in order to ensure adequate & timely implementation of contingency measures in 2008/2009.* (en gras dans le texte du procès-verbal)

171. La commission des sanctions constate donc qu'à la date du 19 mai 2008, l'ERCC avait pris connaissance du fait que les mesures antérieures du plan de solvabilité seraient insuffisantes pour atteindre les objectifs de solvabilité et demeurer "*on target*" et ce, même dans un scénario *base case*. Une telle diminution des prévisions de solvabilité *look through* était en porte-à-faux par rapport

à l'information communiquée jusque-là aux marchés par A. Dans sa communication du 13 mai 2008, A avait en effet affirmé qu'elle serait "*on target*" une fois réalisées les mesures du plan de solvabilité initial. Même si les marchés percevaient que la situation de A était délicate compte tenu notamment de la volatilité et même s'ils étaient conscients que la solvabilité était un enjeu majeur pour A dans le contexte de l'intégration de B, ils ne pouvaient nullement percevoir que la diminution des estimations de solvabilité *look through* était telle qu'elle nécessitait la mise en œuvre de mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial. Cette information-là ne revêtait nullement un caractère public à l'époque.

172. En outre, même si les mesures concrètes qui devaient compléter le plan de solvabilité initial devaient encore être déterminées et approuvées par le conseil d'administration, l'information disponible en interne sur l'évolution de la solvabilité *look through* et sur la nécessité-même de telles mesures complémentaires dans un scénario en *base case* était suffisamment précise, dès le 19 mai 2008, pour revêtir un caractère privilégié. En effet, à compter du 19 mai 2008, le management de A savait que non seulement il existait une réelle perspective, mais même qu'il était hautement probable que A devrait mettre en œuvre des mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial, afin de couvrir le *gap* de solvabilité (-1,5 à 1,8 Mia EUR) qui avait pu être calculé dans un scénario de *base case* et ce, en tenant notamment compte de l'incidence négative des *EC Remedies* (l'information sur les *EC Remedies* étant également hautement probable - voir point 160 ci-dessus). La probabilité de ce *gap* était renforcée en l'espèce par le fait qu'il avait été calculé dans un scénario en *base case*, par opposition au *gap*, encore plus alarmiste, calculé en *stress case* (-6,6 Mia EUR), lequel ne paraît cependant pas suffisamment précis pour pouvoir être pris en compte à la date du 19 mai 2008.

173. La commission des sanctions tient ici encore à rappeler qu'il suffit que la perspective de réalisation de l'évènement en question soit réelle, sur la base d'une appréciation globale des éléments disponibles, pour que l'information puisse être considérée comme suffisamment précise (CJUE, affaire C-19/11 *Gelzl contre Daimler AG*, arrêt du 28 juin 2012, non encore publié au recueil, considérant n°56). Une haute probabilité - pourtant présente en l'espèce - n'est donc pas requise.

174. Cette information relative au *gap* en *base case* et à la nécessité de mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial était en outre suffisamment précise pour que l'on puisse tirer une conclusion quant à son effet possible (négatif) sur le cours de l'action A. Par ailleurs tout investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser cette information en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

175. La commission des sanctions constate donc que l'information disponible en interne le 19 mai, selon laquelle la diminution significative des estimations de solvabilité *look through* de A (dans le scénario *base case*) était de nature à requérir la mise en œuvre de mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial (1) n'était pas publique (2) revêtait un caractère précis (3) concernait directement A et (4) était susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer le cours des instruments financiers concernés de façon sensible. Elle revêtait donc un caractère privilégié dès le 19 mai 2008 et aurait dès lors dû faire l'objet d'une publication immédiate. Or, A s'est abstenue délibérément de procéder à la publication immédiate de cette information. Elle n'a fait état de la révision à la baisse des estimations de solvabilité et de l'accélération de son plan de solvabilité que dans son communiqué de presse du 26 juin 2008.

176. A pouvait, certes, sous sa propre responsabilité, reporter la publication de cette information si elle estimait que celle-ci était susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes. Il fallait cependant que ce report ne risque pas d'induire le marché en erreur et que la FSMA en ait été informée sans délai. La commission des sanctions a déjà souligné, sous le point 164, que le report de publication d'une information privilégiée est notamment de nature à induire le public en erreur s'il

est accompagné de la publication, par l'émetteur, d'informations contraires à celles dont il reporte la diffusion. Or, le 22 mai, lors de l'Investor Day, mais également le 5 juin (Financieel Ontbijt), puis le 12 juin (conférence chez Goldman Sachs à Berlin), A diffusera des informations rassurantes sur l'évolution de sa solvabilité *look through* (voy. les points 184, 201, 202 et 215 ci-dessous). Ainsi, M. Y déclarera notamment le 22 mai 2008 lors de l'Investor day : "*we remain on track to meet our look-through solvency targets end of 2009*" ou encore "*our solvency position remains strong thanks to the successful execution of our initial capital management plan*". De telles informations rassurantes - dont le caractère trompeur sera examiné ci-après - étaient contraires à celles disponibles en interne, rendant inductif en erreur tout éventuel report de la publication de l'information privilégiée. Il apparaît par ailleurs que la FSMA n'a jamais été informée par A d'une décision de reporter la publication de l'information susmentionnée. C'est donc en vain que A invoque *ex post* le bénéfice d'un report de l'information privilégiée concernée. C'est également en vain que A invoque avoir fait usage de cette faculté de report à la mi-juin 2008 sans que la FSMA considère, à l'époque, que A induisait le marché en erreur. La commission des sanctions relève que la FSMA n'avait pas à approuver le report dans la mesure où celui-ci avait lieu sous la responsabilité de l'émetteur. En outre, il ne s'agissait alors que de reporter de quelques jours la diffusion d'une décision relative aux mesures concrètes du plan de solvabilité accéléré, dont le processus préparatoire était terminé et qui était sur le point d'être approuvé par le conseil d'administration.

- La commission des sanctions juge donc que A a commis, en mai 2008, un manquement à l'article 10 de la loi du 2 août 2002 en ne publiant pas immédiatement des informations privilégiées concernant (a) l'évolution négative des *EC Remedies* en terme d'incidence sur la solvabilité et (b) la diminution significative de sa solvabilité *look through* et la nécessité de mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial.

C.4.3 Appréciation de l'existence d'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 dans le chef de A et de MM. X et Y

177. L'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 interdit "*à toute personne de diffuser des 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*".

178. L'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi précitée incrimine "toute personne" qui diffuse des informations ou des rumeurs. Comme indiqué sous le point 72 ci-dessus, tant les personnes morales que les personnes physiques peuvent donc être sanctionnées, dès lors que l'acte incriminé peut leur être imputé au regard des circonstances de l'espèce. Pour qu'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 puisse être imputée à une personne morale, il faut, mais il suffit, que les informations litigieuses se matérialisent dans des documents officiels émanant de cette personne morale (tel un communiqué de presse) ou qu'elles aient été diffusées par des personnes physiques s'exprimant au nom et pour le compte de la personne morale. Tel est le cas en l'espèce s'agissant des informations diffusées les 22 mai (Investor Day), 23 mai (résultats de l'émission des NITSH II), 5 juin (Financieel Ontbijt) et 12 juin 2008 (conférence Goldman Sachs à Berlin), de sorte que toute éventuelle infraction à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 commise par la diffusion de ces informations pourra être imputée à A.

179. L'infraction peut cependant être également imputée aux personnes physiques qui ont diffusé les informations litigieuses s'il s'avère que les éléments constitutifs de l'infraction sont également réunis dans leur chef. Le fait que ces personnes s'exprimaient en tant que porte-parole de A ou encore que leur message ait été approuvé de manière collégiale ne les exonère en rien de leur responsabilité propre.

180. Les communiqués du 22 mai et du 5 juin 2008 peuvent donc être imputés à MM. X et Y, selon le cas. En revanche, bien que M. Y soit cité dans le communiqué du 23 mai 2008 relatif aux résultats du placement des NITSH II, les éléments mis au jour par l'instruction menée par l'auditeur ne permettent pas de conclure que M. Y aurait lui-même diffusé des informations ou des rumeurs au sens de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 à l'occasion de la publication dudit communiqué. En conséquence, la commission des sanctions n'a pas été saisie de griefs à l'encontre de M. Y pour avoir diffusé des informations fausses ou trompeuses le 23 mai 2008.

181. Pour que la diffusion d'informations susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses soit répréhensible, il faut que celui qui les diffuse sache ou doive savoir que ces informations sont fausses ou trompeuses. En l'espèce, MM. X, Y et Z faisaient partie de l'ExCo, qui était responsable du management et de l'organisation des services de support tels que la communication interne et externe et les relations avec les investisseurs. En outre, MM. X, Y et Z étaient, de par leur participation au RCC, à l'ExCo et à l'ERCC, parfaitement informés de la situation au sein de A et, plus particulièrement, de l'évolution des dossiers en arrière-plan des communications litigieuses (*EC Remedies*, plans de solvabilité, etc...). Il ne fait aucun doute que dans la mesure où il est démontré que les informations diffusées par MM. X, Y et Z étaient erronées ou à tout le moins trompeuses, il sera acquis que MM. X, Y et Z - et par conséquent A au nom et pour le compte de laquelle ils s'exprimaient - savaient ou devaient savoir que l'information en question était erronée ou à tout le moins trompeuse.

182. L'exigence de connaissance prévue à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, est donc remplie en l'espèce, tant dans le chef de MM. X et Y que dans le chef de A. La commission des sanctions doit encore examiner le caractère erroné et/ou trompeur des informations diffusées.

- caractère erroné ou à tout le moins trompeur des informations diffusées par A par la voie de MM. X et Y lors de l'Investor Day du 22 mai 2008

183. Lors de l'Investor Day du 22 mai 2008, MM. X et Y ont successivement pris la parole.

184. M. X expliqua, au moyen de *slides*, que les négociations relatives aux *EC Remedies* étaient en bonne voie ("*On track to close the EC Remedies within the agreed time horizon*"), que le processus progressait bien ("*So I can say this is progressing well*" - "*So I am comfortable with the ongoing process there*") et que des discussions étaient en cours avec des acheteurs potentiels ("*discussions with potential buyers ongoing*") (pièces 2.15.1 et 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur). M. X insista également sur le succès des deux instruments financiers NITSH I et NITSH II avec lesquels le marché *retail* avait également été sollicité. Enfin, en matière de solvabilité, M. X indiqua "*The one thing I can say is that we are very confident to deliver our plans, absolutely on track to deliver the plans we showed to you sometimes back. I'm sure you will be at the end of this day feeling also quite comfortable about the achievement. (...) in respect of our solvency, our core capital continues to be in excess of our target and we are on track to meet our capital objectives for 2009*" (pièce 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur). De son côté, M. Y fit un exposé, accompagné de *slides*, consacré à la solvabilité *look through* dans lequel il affirmait également que A était "*on track*": "*(...) we remain on track to meet our look-through solvency targets end of 2009*" et que sa solvabilité demeurerait forte ("*our solvency position remains strong thanks to the successful execution of our initial capital*").

management plan" (pièces 2.15.1 et 12.6 en annexe au rapport de l'auditeur). M. Y indiqua encore que A conservait des « *Solid pro forma look-through capital ratios* ».

185. Or, à la date du 22 mai 2008, M. X savait que la vente des *EC remedies* se ferait à des conditions très défavorables pour A. Cette information avait acquis le caractère d'information privilégiée trois jours auparavant, soit le 19 mai 2008 lorsqu'elle fut communiquée aux membres de l'ERCC, dont M. X. Lors de la réunion de l'ExCo du 20 mai 2008, la décision d'engager des négociations exclusives avec C sur la base des conditions posées par cette dernière fut d'ailleurs confirmée. Le processus de vente des *EC Remedies* ne se déroulait pas du tout conformément aux attentes de A. Pourtant, les déclarations de M. X le 22 mai confirment que le processus de vente des *EC Remedies* suivait parfaitement son cours. Aucune indication ne fut donnée quant à l'incidence négative que les conditions de la vente pourraient avoir sur la solvabilité de A. En affirmant, lors de l'Investor Day, que des discussions étaient en cours avec plusieurs candidats acheteurs et en communiquant de manière non détaillée mais exclusivement positive sur le dossier des *EC Remedies*, sans donner aucune indication sur l'incidence que pourraient avoir les conditions négociées sur les estimations de solvabilité de A, la commission des sanctions estime que M. X a donné des indications fausses ou à tout le moins trompeuses au marché.

186. De même, à la date du 22 mai 2008, MM. X et Y savaient que même après l'exécution réussie du plan de solvabilité initial, A aurait besoin de mesures additionnelles pour combler le déficit restant estimé alors à 1.8 Mia EUR et se remettre sur la bonne voie pour atteindre ses objectifs. Cette information avait acquis le caractère d'information privilégiée trois jours auparavant, soit le 19 mai 2008 lorsqu'elle avait été communiquée aux membres de l'ERCC, dont MM. X et Y. Le 19 mai, trois pistes avaient d'ailleurs déjà été évoquées à l'ERCC pour renforcer la solvabilité: une augmentation du capital, des désinvestissements et une adaptation de la politique de dividendes.

M. Y affirme que les chiffres cités par l'auditeur et repris par le comité de direction sont erronés en ce que, notamment, le *gap* de -1,8 Mia EUR, identifié comme étant le *gap* constaté en interne le 19 mai, était en fait inclus dans le *gap* de -3 Mia communiqué au public le 22 mai. La commission des sanctions ne peut accepter ce raisonnement. En effet, le 22 mai 2008, le *gap* "avant mesures prévues, mais non encore annoncées" n'était plus de -3 Mia EUR, mais bien -4,9 Mia EUR et ce, dans un *base case scenario*. La commission des sanctions constate donc bien un *gap* de -1,9 Mia (en *base case*) non communiqué au public le 22 mai. En indiquant au marché que A est "*on target*", M. Y a donc communiqué une information fautive ou à tout le moins trompeuse.

187. La commission des sanctions estime encore que A ne peut raisonnablement prétendre que lorsque M. Y a communiqué au marché que A serait "*on target*", le marché devait en déduire qu'il était tenu compte de l'effet positif de Bâle II (*relief* de 2 Mia EUR). La commission des sanctions estime qu'il n'est effectivement pas pertinent de savoir si le marché accepterait ou non la prise en compte du cadre Bâle II. En revanche, si A, par la voie de M. Y entendait effectuer désormais ses estimations de solvabilité *look through* dans le cadre de Bâle II, elle devait l'indiquer clairement lors de l'Investor Day. Force est de constater que tel ne fut pas le cas puisque le *slide* utilisé par M. Y intitulé "*Solid Pro Forma look through capital ratios*" précisait que les projections étaient faites sous Bâle I. Dans ces conditions, A ne pouvait certainement pas faire abstraction d'un *gap* de -2 Mia EUR dans ses calculs sous prétexte qu'il serait couvert par le *relief* de Bâle II. Une telle manœuvre est clairement trompeuse.

188. La commission des sanctions constate donc que le 22 mai 2008, tant A que ses porte-parole, MM. X et Y, ont (1) diffusé des informations (2) susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'action A, (3) alors qu'ils savaient ou auraient dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

- caractère erroné ou à tout le moins trompeur des informations diffusées par A le 23 mai 2008 à propos du résultat de l'émission des NITSH II

189. Le placement de l'instrument hybride NITSH II par A en mai 2008 s'inscrivait dans le cadre de l'exécution de son plan de solvabilité initial. Cette émission non dilutive devait contribuer à ce que A puisse atteindre ses objectifs de solvabilité *look through*. D'ailleurs, lors de l'Investor Day du 22 mai, M. Y avait déclaré : "*Now on a pro forma look-through basis, we have - also taking into account the joint-ventures that we announced between (...) and (...) and between [A] Investments and (...) - we have a core equity ratio, we would have a core equity ratio today of 5.3 %, so not that far away from our target of 6% and this by the way doesn't take into account a number of elements for example the launch of the non innovative hybrid that we started last week - the NITSH II (...)*".

190. Dans un document intitulé « *updated solvency projections of the Group* », transmis le 21 mai 2008 au département en charge du contrôle prudentiel de la FSMA (alors CBFA), une note en bas de page signalait que A allait émettre, durant le deuxième semestre 2008, 1 Mia EUR de capital hybride par le biais des NITSH II (750 Mio EUR étant alloués à l'activité bancaire et 250 Mio EUR à l'activité d'assurance). L'objectif de A était donc de recueillir 1 Mia EUR par cette émission. Le fait de ne pas atteindre cet objectif allait avoir une incidence négative sur ses prévisions de solvabilité *look through*, déjà pessimistes compte tenu notamment de l'évolution des *EC Remedies*.

191. Par un communiqué du 23 mai 2008, A annonça la clôture du placement avec pour résultat une émission d'EUR 625 mio. La citation suivante, attribuée à M. Y, était reprise in extenso dans ce communiqué : "*[A] est particulièrement satisfait de ce résultat. Nous avons atteint l'objectif que nous nous étions fixé, de sorte que l'opération va nous permettre de consolider la solvabilité de [A]*". Le communiqué affirmait encore : « *Après le succès du placement de NITSH I pour un montant d'USD 750 millions - essentiellement en Asie - cette nouvelle transaction témoigne de la capacité de [A] à exploiter les opportunités qui se présentent sur le marché afin de renforcer encore ses coefficients de solvabilité, conformément à sa politique de solvabilité*".

192. Bien que le résultat du placement des NITSH II fût significativement en dessous de l'objectif poursuivi (2/3 de cet objectif), la communication donnée par A le 23 mai présentait donc l'opération NITSH II comme un succès et laissait sous-entendre que l'objectif fixé par A afin de consolider sa solvabilité aurait été atteint.

193. Pourtant, quelques jours plus tard, le 6 juin 2008, le RCC et le conseil d'administration de A ont été invités à approuver l'émission d'un autre instrument, le "NITSH I Tap", et ce, expressément dans le but de compenser le résultat moindre qu'attendu du placement NITSH II.

194. La commission des sanctions estime donc que A a, dans son communiqué du 23 mai 2008, donné sciemment au marché des informations sur le résultat du placement des NITSH II qui étaient fausses ou à tout le moins trompeuses, en comparaison de l'ensemble des informations disponibles en interne chez A. Le résultat inférieur aux attentes du placement des NITSH II constituait en effet pour A une nouvelle indication que les mesures classiques et non dilutives du plan de solvabilité initial étaient insuffisantes et ne permettraient pas à elles seules d'atteindre les objectifs de solvabilité *look through* qu'elle s'était fixée et qui avaient été communiqués aux marchés.

195. Le fait que les investisseurs aient pu être informés, via la presse notamment, de l'objectif préalable de A de 1 Mia EUR ne libérait pas A de son obligation de s'abstenir de diffuser des informations qui donnaient ou étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses, et ce, d'autant que A ne démontre nullement que cet objectif de 1 Mia EUR avait été officiellement et explicitement communiqué par A au marché.

196. Le fait que la FSMA ait été informée de l'objectif du placement dans le cadre de sa mission de contrôle prudentiel car les fonds recueillis devaient pouvoir renforcer les fonds propres de A, est irrelevante aux fins de déterminer le caractère erroné ou à tout le moins trompeur du communiqué du 23 mai 2008. Ce communiqué n'avait d'ailleurs pas été formellement approuvé par la FSMA quant à l'absence d'inexactitude ou d'insuffisance des indications données au marché. Le département en charge du contrôle prudentiel avait uniquement donné un *nihil obstat* à A sous l'angle de la reconnaissance, en tant que fonds propres, des NITSH II.

197. De même, A ne peut chercher à s'exonérer de sa responsabilité dans le cas d'espèce en affirmant qu'il serait d'usage, dans les communications de clôture des émissions, de se dire satisfait du résultat - quand bien même celui-ci serait en deçà des attentes. L'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, sanctionne celui qui diffuse des informations trompeuses sans prévoir une quelconque exception de ce genre, qui serait d'ailleurs en contradiction avec l'objectif poursuivi par le législateur.

198. Cet argument de A témoigne du fait que le communiqué du 23 mai 2008 s'intégrait dans une stratégie globale de communication de A, qui a pu être mise à jour à l'occasion de l'instruction du présent dossier, et qui se caractérisait par la volonté de transmettre systématiquement des informations rassurantes aux marchés, notamment par le biais de messages d'auto-congratulation tels que celui du 23 mai et ce, même si les informations fournies étaient contredites par celles qui étaient disponibles en interne.

199. A affirme encore que si elle n'a recueilli que 625 Mio EUR grâce au placement des NITSH II, c'est notamment parce qu'elle a choisi d'offrir le coupon le plus bas (8%). A semble donc sous-entendre qu'elle aurait pu récolter plus de fonds (et atteindre son objectif) et qu'il lui eût suffi, pour cela, d'offrir un coupon plus élevé. La commission des sanctions constate cependant que A ne démontre nullement qu'elle aurait pu prendre l'initiative d'offrir un coupon plus élevé afin de recueillir des fonds plus importants. En outre, l'influence du coupon sur le montant recueilli n'ôte rien au fait qu'en se disant satisfaite du résultat du placement, A a diffusé une information trompeuse au marché.

200. La commission des sanctions constate donc que par le communiqué du 23 mai 2008, A a (1) diffusé des informations (2) susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'action A, (3) alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

- caractère erroné ou à tout le moins trompeur des informations diffusées par A par la voie de M. X le 5 juin 2008 lors du Financieel Ontbijt

201. Au cours du Financieel Ontbijt du 5 juin 2008 au siège de B, M. X déclara entre autres : "*We hebben hard gewerkt aan de solvabiliteit en blijven werken aan de solvabiliteit. (...) In de laatste recente periode hebben jullie gezien dat wij met non-dilutive instruments op de markt zijn gekomen. Dat zijn NITSH I en NITSH II en dat loopt ook goed. En wij hebben... ons programma, dat is gewoon op onze gedefinieerde lijn*". M. X indiqua encore lors de cette conférence : "*Solvabiliteit... ik krijg vaak de vraag over solvabiliteit. Ik kan alleen bevestigen wat wij altijd gezegd hebben met de acquisitie van [B]. Wij hebben daar ook een tabel over gegeven hoe dat wij het gingen financieren. Ik sprak eerst over de rights issue, dan andere non-dilutive instrumenten: wij hebben NITSH I en NITSH II gedaan, wij*

zijn met andere plannen bezig. Wij hebben ook divestitures gedaan. (...) was een voorbeeld. Wij zijn ook aan andere opties aan het kijken. Op bepaald moment in onze financieringsplannen waren er zulke posten zoals het disposal van assets. Daar zijn wij ook bezig mee, samen trouwens met [B] en securitization is vandaag wat moeilijker, dat is duidelijk, maar zodra dat weer open komt zal dat ook een thema zijn". M. X déclara également : "Solvabiliteit is sterk."

202. Les déclarations de M. X ont été relayées par la presse. On y trouve les citations suivantes, non démenties, à l'époque, par A :

- *"Our numbers were strong in the first quarter, and on solvency, we're on track', [A] Chief Executive Officer [X] said at business conference at [B]'s Amsterdam headquarters" (pièce 2.29 en annexe au rapport de l'auditeur);*
- *"De topman zei dat de zaken goed blijven draaien. 'In de Benelux is er weinig volatiliteit', aldus [X]. De bestuurder zei dat de solvabiliteit van [A], die aangeeft in hoeverre een onderneming zijn financiële verplichtingen kan nakomen, 'op plan is" (pièce 82 en annexe au rapport de l'auditeur).*

203. Pourtant, depuis le 19 mai 2008, M. X savait que même après l'exécution réussie du plan de solvabilité initial, A aurait besoin de mesures additionnelles pour combler le déficit restant de 1.8 Mia EUR en "base case" et pour se remettre sur la voie pour atteindre ses objectifs. Cette information avait acquis, à la date du 19 mai 2008, le caractère d'information privilégiée au sein de A. Lors de l'ERCC du 19 mai 2008, trois pistes avaient par ailleurs été évoquées pour renforcer la solvabilité *look through*: "capital raising (eg. Rights issue, Non-innovative capital raising ...) divestments and dividend policy correction".

204. En outre, le 27 mai 2008, MM. Y et L avaient rédigé un mémorandum à l'attention de l'ERCC sur le « *solvency contingency plan* » auquel était annexée une version actualisée du tableau détaillant les estimations de solvabilité *look through*, telles que présentées à l'ERCC du 19 mai 2008 (pièce 2.101 en annexe au rapport de l'auditeur). Les principales évolutions prises en compte dans ces estimations étaient les suivantes :

- les fonds propres de A seraient très probablement insuffisants fin 2009 ;
- le *stress case* scenario, tel que chiffré depuis les estimations présentées à l'ERCC du 19 mai 2008, n'était pas irréaliste et il fallait en tenir compte. En d'autres termes, le *base case scenario* pouvait s'avérer trop optimiste;
- diverses mesures étaient envisagées pour combler le *gap* attendu. Il était proposé de privilégier une augmentation de capital et des mesures de renforcement du capital.

205. Il ressort de l'instruction du dossier que ce mémorandum du 27 mai n'a pas circulé au sein de A. Néanmoins, le 3 juin 2008, M. Y a adressé un e-mail à M. X (pièce 2.120 en annexe au rapport de l'auditeur), dans lequel il annonçait l'envoi d'une nouvelle version dudit mémorandum et il confirmait l'existence d'un *gap* dans les estimations de solvabilité *look through* et la nécessité de mettre en œuvre des mesures complémentaires pour y remédier. M. Y indiquait à M. X, à propos du nouveau mémorandum que "(...) *This document will explain why we have a Gap and how we propose to close this by 2009. Key elements are:*

- 1) *We have to DELIVER what we agreed upon already.*
? Limited growth (if we need RWA to growth in particular regions - Asia and NL - we better cut in other regions - US - to compensate)
? Non-dilutive paper. We need to place another 2 billion
- 2) *New actions*

? Relief through securitization. Financial Guarantee and Sale/cover of Structured Credit portfolio. (And other portfolio's)

? Semi dilutive actions. I would like to issue a 1 billion perpetual reimbursable with [A] shares (not mandatory but at our initiative) in the next 24 months OR in cash after 5 years. I would also like to issue New Shares to pay for (...) even if we need to "place" the shares for account of (...). Those two instruments could be of interest for (...) (I hope to talk to (...) on Thursday)

3) Dividend cut and Rights Issues are for me not on the agenda today.

As regards RCC/Board, I propose to keep it relatively short on Friday and limit to the NITSH I TAP with a short verbal comment on the situation.

On June 18 we have another meeting of the RCC where I propose to review in detail the full plan in order to report to the Board".

206. L'instruction du dossier a révélé que la nouvelle version du mémorandum de MM. Y et L du 27 mai 2008, avait été distribuée au plus tard le 4 juin dans la journée (soit avant le Financieel Ontbijt), en vue de la réunion de l'ERCC du lendemain. Ce nouveau mémorandum contenait les informations suivantes (pièce 2.89.1 en annexe au rapport de l'auditeur): "*Solvency update:*

- [A] end of 2009 solvency projections assuming full consolidation of [B] entities ("look-through") are currently below target (~ EUR 3 billion). This is mainly due to unfavourable valuations of the planned divestments, negative solvency impact of EC Remedies and the announced acquisition of (...)
- [A] expected Q2 look-through solvency reporting will demonstrate a increasing solvency gap compared to Q1 (from EUR 3 billion to EUR 4.5 billion). This deterioration will require immediate actions to be taken to fill the increase gap and satisfy regulators and rating agencies"

207. Ce mémorandum envisageait une série de mesures:

"Proposed Immediate fill the gap actions:

- risk mitigation and capital relief for up to EUR 3 billion
- Additional capital raising for up to EUR 0.5 billion

Potential Buffering Actions :

- Limit growth capital requirements to +5% instead of +10% (relief for up to EUR 1.6 billion)
- Dividend cut and/or payment in shares (EUR 2.6 billion in 2008, EUR 2.8 billion in 2009)
- Issue new shares through accelerated book building of up to EUR 3.5 billion". (les termes en gras l'étaient dans le mémorandum)

208. En annexe 1 à ce mémorandum se trouvait un tableau intitulé "*latest solvency forecasts*" dans lequel apparaissait un *gap* (avant mesures prévues, mais non encore annoncées) de - 4.5 Mia EUR en *base case* et de -8 Mia EUR en *stress case* et ce, en *look through* à fin 2008. Le *gap* après exécution des mesures prévues, mais non encore annoncées était estimé à -2,5 Mia EUR en *base case* et de -8,7 Mia EUR dans une situation de *stress case*. En *look through* à fin 2009, un *gap* de -3,1 Mia EUR était mentionné en *base case*, tandis qu'il atteignait -11,3 Mia EUR en *stress case*.

209. La nécessité de prendre des mesures complémentaires et l'évolution négative des prévisions de solvabilité *look through* avait par ailleurs été également confirmée dans un mémorandum établi par Merrill Lynch du 3 juin 2008 à l'attention de MM. X et Y. Ce mémorandum comportait un état des estimations de la solvabilité *look through* de A et préconisait notamment une augmentation du capital de A à concurrence de 5 à 6 Mia EUR.

210. La commission des sanctions comprend la déclaration de M. X selon laquelle la solvabilité de A est "*op plan*" et "*sterk*" comme étant une confirmation de ce que le plan initial de solvabilité de A, annoncé dans le cadre de l'acquisition de B et dans les communications de A subséquentes (communiqués du 7 mars et du 13 mai 2008), suivait son cours et permettrait à A d'atteindre ses objectifs de solvabilité à fin 2009. Au vu des informations disponibles en interne quant à la solvabilité et aux mesures complémentaires envisagées, la commission des sanctions estime que cette déclaration est fautive ou à tout le moins trompeuse. L'ERCC de A avait en effet constaté, dès le 19 mai 2008, que les mesures initiales du plan de solvabilité ne permettraient pas d'atteindre les objectifs de solvabilité à fin 2009 et que, dès lors, des mesures complémentaires devraient être mises en œuvre. Ce constat fut confirmé à plusieurs reprises avant le 5 juin 2008, en particulier le 3 juin 2008 (e-mail de M. Y à M. X) et le 4 juin 2008 (envoi du mémorandum préparé par MM. Y et L en vue de la réunion de l'ERCC du lendemain). Avec ce mémorandum, les membres de l'ERCC, dont M. X, ont pris connaissance des dernières estimations selon lesquelles la solvabilité *look through* à fin 2008 connaissait un *gap* (avant mesures prévues, mais non encore annoncées) de - 4.5 Mia EUR en *base case* (-8 Mia EUR en *stress case*). Le *gap* après exécution des mesures prévues, mais non encore annoncées était estimé, quant à lui, à -2,5 Mia EUR en *base case* (-8,7 Mia EUR en *stress case*).

211. La commission des sanctions constate donc qu'il apparaissait clairement en interne, à la date du 5 juin, que la solvabilité de A n'était ni "*op plan*", ni "*sterk*" et que des mesures complémentaires s'avéreraient au contraire nécessaires pour atteindre les objectifs de solvabilité *look through*. Le fait que M. Y ait indiqué, dans son mail du 3 juin à l'attention de M. X, que la réduction du dividende et l'augmentation de capital dilutive n'étaient pas à l'ordre du jour n'enlève rien au caractère erroné ou à tout le moins trompeur des propos de M. X lors du Financieel Ontbijt.

212. Lors du Financieel Ontbijt, M. X indique certes "*wij zijn met andere plannen bezig*" et "*wij zijn ook aan andere opties aan het kijken*", mais la commission des sanctions relève que ces déclarations se référaient, respectivement, aux émissions de capital non dilutives (de type NITSH II ou NITSH I Tap) et aux opérations de cessions en cours, soit à des opérations qui étaient déjà envisagées dans le plan de solvabilité initial. Ces quelques mots de M. X ne permettaient nullement au marché de comprendre que A envisageait des mesures complémentaires, non prévues dans son plan de solvabilité initial pour renforcer sa solvabilité *look through*.

213. Le caractère faux ou à tout le moins trompeur des informations données au marché par M. X lors du Financieel Ontbijt est encore renforcé par le fait que ces informations confirmaient celles fournies antérieurement par A (dont celles, déjà trompeuses, communiquées le 22 mai 2008), de sorte que le marché pouvait légitimement croire que les propos de M. X reflétaient correctement la réalité et, en outre, que cette réalité était stable. Pourtant, il n'en était rien : alors qu'au 31 mars, A était encore "*on target*" après mise en œuvre des mesures prévues, mais non encore annoncées, les estimations internes disponibles au 5 juin indiquaient un *gap* de - 2,5 Mia EUR en *base case* et de -8,7 Mia EUR en *stress case*.

214. La commission des sanctions constate donc que le 5 juin 2008, tant A que son porte-parole, M. X, ont (1) diffusé des informations (2) susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'action A, (3) alors qu'ils savaient ou auraient dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

- caractère erroné ou à tout le moins trompeur des informations diffusées par A par la voie de M. Z le 12 juin 2008 lors d'une conférence organisée par Goldman Sachs à Berlin.

215. Le 12 juin 2008, lors d'une conférence organisée par Goldman Sachs à Berlin, M. Z a donné un exposé au nom de A portant notamment sur l'évolution de la solvabilité *look through* et du plan de solvabilité. Il s'est fondé à cet égard sur des *speaker notes* comportant, entre autres, le passage

suivant (pièce 65.2.1.1 en annexe au rapport de l'auditeur): "*8-Sound pro forma look through capital ratios*

As you know, we had a 5.5 billion solvency surplus at the end of the first quarter 2008. This surplus will gradually decrease as the acquired [B] activities are transferred to [A] during the course of 2008 and 2009.

On a look-through basis, we had a pro forma Bank Core Equity ratio of 5.3% (based on Basel 1), below our 6% target. The gap is around EUR 3 billion, but the plan in place to rebuild the solvency will get us back on target by the end of 2009.

This plan (to rebuild the solvency) is based on different levers:

- earnings generations and retention*
- selective sales of assets or set-up of JVs*
- issuance of non-dilutive capital instruments*
- execution of capital relief transactions*
- controlled growth of our capital requirements.*

A recent example of continued execution is the issuance of NITSH 2, a EUR 625 million non-dilutive core tier 1 instrument. We will continue to update the market on progress made.

Obviously, the environment remains challenging and [A] will continue to take whatever steps necessary to navigate successfully through the current crisis.

In 18 months from now, when [B] is fully consolidated by [A], the risk profile of our company will be lower than today. At that time we will assess if the reduced risk profile will result in a lower capital target." (les termes en gras l'étaient dans les speaker notes)

216. Il s'avère que ces *speaker notes* étaient presque les mêmes que celles qui avaient été utilisées le 22 mai lors de l'Investor Day, mais quelques nuances et adaptations y avaient cependant été apportées. Ainsi, A mentionnait désormais que, sur la base de la méthode d'évaluation *look through*, son *ratio core equity* tel que calculé au 31 mars 2008 était en deçà du niveau de solvabilité visé et non plus qu'il s'en approchait. A affirmait encore qu'elle tiendrait le marché au fait des avancées qui seraient réalisées dans le cadre du plan de solvabilité. A relativisait également l'incidence attendue du poste "*earnings generation and retention*", en supprimant la qualification "*strong*". A suggérait également qu'elle envisageait, à l'issue de l'intégration de B, de revoir éventuellement ses objectifs de solvabilité à la baisse au cas où la diminution du profil de risque du groupe serait confirmée. Le message était donc quelque peu nuancé par rapport à celui délivré le 22 mai, mais il restait fondamentalement rassurant.

217. Les évaluations chiffrées présentées par A le 12 juin 2008 étaient également les mêmes que celles qui avaient été présentées lors de l'exposé des résultats du premier trimestre (13 mai 2008) et lors de l'Investor Day (22 mai 2008). Ainsi, le *slide* intitulé « *Solid pro forma look-through capital ratios* » était encore réutilisé, mais l'intitulé était complété afin de préciser qu'il s'agissait d'estimations "*as per 31 March 08*".

218. Pourtant, la commission des sanctions a constaté que depuis le 19 mai 2008, il était établi au sein de A que les mesures initiales du plan de solvabilité ne permettraient pas d'atteindre les objectifs de solvabilité à fin 2009 et que, dès lors, des mesures complémentaires devraient être mises en oeuvre. Il a été démontré sous le point 210 ci-dessus que ce constat avait été confirmé le 3 juin 2008 (e-mail de M. Y à M. X et mémorandum de Merrill Lynch), puis le 4 juin 2008 (mémorandum préparé par MM. Y et L en vue de la réunion de l'ERCC du 5 juin), de sorte que les propos rassurants de M. X lors du Financieel Ontbijt étaient erronés ou à tout le moins trompeurs.

219. Les problèmes de solvabilité *look through* s'étaient confirmés entre le 5 juin et la conférence du 12 juin. Ainsi, après le Financieel Ontbijt du 5 juin, l'ERCC s'était réuni et avait examiné le mémorandum de M. Y et de M. L, transmis la veille. Le procès-verbal de l'ERCC du 5 juin précisait :

"The ERCCC concluded that [A] needs to deliver on the following two items:

Execution of the current capital build-up plan (...)

Selection and implementation of additional (on top off) measures in the areas of capital relief and capital raising.

(...)

The ERCC decided on the following additional solvency actions to be further investigated and to be proposed to the RCC and board on June 18th and 19th:

accelerate capital relief transactions (...)

issue new shares (...)

postpone interim dividend (...)

install solvency protection (...)

investigate further ramping of new shares issuance (...).

M. [X] insisted on the fact that all of the above measures are of utmost importance to our Group (...) a full communication plan should be prepared as soon as possible".

220. Le 6 juin, les présidents du RCC et du CA avaient été dûment informés de l'évolution de la solvabilité et de la nécessité de renforcer le plan de solvabilité et d'en accélérer la mise en œuvre (pièce 32 en annexe au rapport de l'auditeur).

221. Le 9 juin 2008, M. Y avait rédigé, toujours pour l'ERCC, une note intitulée « *Solvency Plan* » qu'il avait adressée notamment à M. Z dans laquelle il reprenait les prévisions de solvabilité figurant dans le mémorandum destiné à l'ERCC du 5 juin et dans laquelle il schématisait l'évolution globale de la situation de A depuis la publication des résultats annuels du 7 mars 2008 : "*From a plan providing for a buffer of EUR 2.5 billion to absorb higher growth or unexpected event, we are now in a situation where the buffer is used and an addition of EUR 3 billion is required to reach the same solvency targets. (...) In fact, situation has worsen by EUR 5.6 billion, mainly due to CDO & equity market impacts, lowered expectations from divestments and the planned (...) acquisition. One should also remember that the solvency situation in the shown tables takes into account a certain number of transactions already announced but not yet closed (...) and some solvency raising plans in progress (for capital raising EUR 2.5 billion & CSA claim EUR 3.0 billion). Those elements still include a degree of uncertainty*" (les termes en gras l'étaient dans le mémorandum). La note contenait un résumé des mesures présentées dans le but de réaliser les objectifs de solvabilité en *base test case*. Un *stress case scenario* était également envisagé, en vertu duquel le *gap* augmenterait de 4 Mia EUR.

222. La commission des sanctions comprend que M. Y avait alors calculé cette dégradation de la solvabilité à concurrence de 5,6 Mia EUR en faisant la différence entre (1) le *buffer* de 2,5 Mia EUR communiqué par A au marché le 7 mars et (2) le *gap* de -3,1 Mia EUR à fin 2009 qui était apparu entre-temps dans un *base case scenario*.

223. Le 11 juin 2008, des projections de solvabilité (à fin 2009) furent présentées à l'ERCC. Il en résultait un déficit de solvabilité, tant dans le scénario en *base case* que dans le scénario en *stress case*. Un plan d'action fut également présenté. L'ERCC confia à MM. Y et L la mission d'effectuer les préparatifs nécessaires en vue d'informer le président du conseil d'administration et celui du RCC sur l'état de la solvabilité et sur le plan d'action proposé. L'ERCC décida que MM. X, Y et Z devaient informer le président du conseil d'administration, tandis que M. Y informerait le président du RCC (pièce 2.90 en annexe au rapport de l'auditeur).

224. Dans la foulée de la réunion de l'ERCC du 11 juin 2008, une réunion de l'ExCo fut également consacrée à l'évolution de la solvabilité. L'ExCo opta pour une augmentation du capital dans le cadre du capital autorisé. M. Y fut chargé de préparer l'opération : "*The CEO introduces the session by summarizing the discussion held in the ERCC at 8am today (...) A thorough discussion ensues on the remaining additional options open to cover the gap, i.e. divestments, capital raising and dividend policy. The pros and cons of each option are carefully reviewed and analyzed, as well as their impact*

on the market and in terms of communication. In view of all elements brought forward, the ExCo agrees that the use of authorized capital must be seen as the best alternative. The ExCo requests [Y] to define the optimal format of the operation to ensure its success, taking into consideration the various alternatives possible - e.g. accelerated book building, private placement, etc. - and considering the current position of (...) as a strategic shareholder and business partner in the Asset Management activities, as well as the perception issues that could be linked to a private placement to sovereign wealth funds or similar types of investors. (...) The communication on the capital raising will also cover the EU remedies, the Q2 update and the dividend policy."

225. Compte tenu des informations circulant au sein de A depuis le 19 mai 2008, la commission des sanctions considère que les déclarations rassurantes de M. Z lors de la conférence de Goldman Sachs ont envoyé des indications fausses ou à tout le moins trompeuses au marché, et ce en violation de l'article 25 § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002.

226. La commission des sanctions estime plus particulièrement que la modification du *slide* utilisé par M. Z afin de préciser qu'il s'agissait d'estimations au 31 mars 2008 devait forcément susciter l'impression que ces estimations n'avaient pas évolué depuis. A maintenait par ailleurs la qualification de "*sound*" et "*solid*" pour qualifier ses prévisions. Pourtant, la solvabilité *look through* de A n'avait cessé de se dégrader. Alors qu'au 31 mars, A était encore "*on target*" après mise en oeuvre des mesures prévues, mais non encore annoncées, les estimations internes disponibles au 12 juin indiquaient un *gap* (après exécution des mesures prévues, mais non encore annoncées) de -2,5 Mia EUR en *base case*. En outre, au fil des semaines, la probabilité que la situation de *stress case* se réalise avait progressivement augmenté. Il était dès lors à tout le moins trompeur de réutiliser ce *slide*, fut-ce après en avoir complété l'intitulé.

227. La commission des sanctions doit également qualifier de trompeuse l'affirmation selon laquelle le plan de solvabilité initial mis en place aurait suffi à ramener A à son objectif fin 2009. Le 12 juin, il apparaissait en effet que le *gap* après exécution des mesures prévues, mais non encore annoncées serait de -2,5 Mia EUR en *base case* (sachant qu'il serait de -8,7 Mia EUR en *stress case*), rendant inévitable l'adoption de mesures complémentaires par rapport au plan de solvabilité initial.

228. La circonstance que le conseil d'administration de A devait encore se prononcer sur les mesures concrètes de ce plan n'ôte rien au caractère trompeur de la communication du 12 juin : si des informations étaient fournies le 12 juin 2008 sur la solvabilité *look through* et sur l'évolution du plan de solvabilité, ces informations devaient être correctes et non trompeuses.

229. Le caractère faux ou trompeur des informations données au marché lors de la conférence du 12 juin est d'ailleurs encore renforcé par le fait que ces informations corroboraient les communications antérieures de A (le 13 mai, puis le 22 mai et le 5 juin). Ainsi, grâce à une stratégie de communication répétitive de prévisions rassurantes, le marché devait-il acquiescer la conviction que les informations fournies reflétaient correctement les estimations faites en interne et que la solvabilité *look through* de A était stable depuis le communiqué du 13 mai.

230. La commission des sanctions estime que le fait que les *speaker notes* aient été nuancées par rapport à celles utilisées le 22 mai ne témoigne nullement d'une volonté de mieux informer le marché, mais témoigne au contraire du fait qu'on était parfaitement conscient, au sein de A, que la situation s'était détériorée, mais qu'on ne souhaitait nullement changer le sens global du message. Ces adaptations n'ont en effet pas rendu moins trompeur le message transmis au marché. Il serait en effet illusoire de croire qu'alors que la situation s'était détériorée à concurrence de plusieurs milliards, quelques adaptations apportées à des *speaker notes* qui continuaient, par ailleurs, à se référer à la situation au 31 mars, eussent suffi à rendre le message correct ou à tout le moins non trompeur.

231. La commission des sanctions constate donc que le 12 juin 2008, A a, par l'intermédiaire de son porte-parole, M. Z, (1) diffusé des informations (2) susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'action A, (3) alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses.

- La commission des sanctions considère donc que A, de même que MM. X et Y ont commis plusieurs manquements à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 en diffusant des informations susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur les actions A, alors qu'ils savaient ou auraient dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses.

C.4.4. Appréciation de l'existence d'une infraction à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 dans le chef de A

232. L'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 impose aux émetteurs de mettre "à la disposition du public toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés. L'information donnée est fidèle, précise et sincère et permet aux détenteurs de titres et au public d'apprécier l'influence de l'information sur la situation, l'activité et les résultats de l'émetteur". Cette obligation vise les émetteurs ayant leur siège statutaire en Belgique, soit au moment des faits la société A SA/NV (A).

233. Le principe général formulé à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 s'applique à toute communication, quelle qu'elle soit, diffusée par un émetteur.

234. Lorsqu'un émetteur fournit au marché une information fausse ou trompeuse au sens de l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o de la loi du 2 août 2002, cette information ne répond évidemment pas aux exigences de loyauté et de sincérité consacrées par l'arrêté royal du 14 novembre 2007. De même, lorsqu'un émetteur manque à son obligation de rendre immédiatement publiques les informations privilégiées dont il dispose, en violation de l'article 10, §1^{er} de la loi du 2 août 2002 (lorsque cette divulgation n'est pas différée pour une raison légitime), cet émetteur se trouve, de ce fait, également en défaut de remplir les obligations qui lui sont imposées en vertu de l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 de mettre à disposition du public toutes les informations nécessaires à la transparence, l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés. Or, il a été jugé que A n'avait pas publié immédiatement des informations privilégiées relatives à l'évolution des *EC Remedies* et à l'évolution de sa solvabilité *look through* et de son plan de solvabilité et ce, sans que les conditions d'un report de publication aient été remplies. Il a également été jugé que A avait, par l'intermédiaire de MM. X, Y et Z, diffusé des informations erronées ou à tout le moins trompeuses sur l'évolution des *EC Remedies* et sur l'évolution de sa solvabilité *look through* et ce, à plusieurs reprises en mai et juin 2008. Ces infractions aux articles 10 et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002 par A (A SA/NV) constituent dès lors autant d'infractions à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 dans son chef.

235. Plus généralement, la commission des sanctions constate que la stratégie de communication de A en mai et juin 2008 n'était pas du tout conforme à ce qu'on peut attendre d'un émetteur en termes d'information fidèle, précise et sincère. La stratégie de communication de A se caractérisait en effet par la volonté de transmettre, de manière systématique, des informations rassurantes aux marchés alors que ces informations étaient contredites, de façon manifeste et de plus en plus importante, par celles qui étaient disponibles en interne (et ce, malgré que le responsable du service juridique ait attiré à plusieurs reprises l'attention des dirigeants sur le fait que A ne respectait pas ses obligations légales en matière d'information aux marchés (voy. notamment les pièces 2.103 et 2.106 en annexe au rapport de l'auditeur).

- La commission des sanctions estime dès lors que A (A SA/NV) a violé, à plusieurs reprises aux mois de mai et juin 2008, l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007, en ne communiquant pas loyalement sur l'évolution de sa solvabilité *look through* et sur le dossier des *EC Remedies*.

Il ressort de ce qui précède que :

(i) A (A' SA/NV) a commis de plusieurs manquements à l'article 10, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, et à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 à l'occasion de sa communication externe relative à l'évolution du dossier des *EC Remedies* et au déroulement de la mise en œuvre de son plan de solvabilité et à ses prévisions en matière de solvabilité *look through*. Ces manquements aux articles 10, § 1^{er}, al. 1, et 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 doivent également être considérés comme des manquements à l'article 5 de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 ;

(ii) M. X a commis des manquements à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002, d'une part, à l'occasion de l'*Investor Day* de A le 22 mai 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution des négociations dans le cadre de la vente des *EC Remedies*) et, d'autre part, à l'occasion du *Financieel Ontbijt* organisé au siège de B le 5 juin 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution de son plan de solvabilité et ses estimations de solvabilité *look through*);

(iii) M. Y a commis un manquement à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 4°, de la loi du 2 août 2002 à l'occasion de l'*Investor Day* de A le 22 mai 2008 (diffusion d'informations donnant des indications fausses et trompeuses sur l'action A, en rapport avec l'évolution de son plan de solvabilité et ses estimations de solvabilité *look through*).

IV. Sanction

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

237. Le comité de direction a fait siennes les propositions de sanction figurant dans le rapport de l'auditeur. Il a ainsi demandé à la commission des sanctions :

- (i) de condamner A à payer une amende administrative de 500.000 EUR au total, soit 250.000 EUR pour chacune des sociétés (A SA/NV et A N.V.) impliquées ;
- (ii) de condamner M. X à payer une amende administrative de 500.000 EUR; et
- (iii) de condamner M. Y à payer une amende administrative de 400.000 EUR.

238. Conformément à l'article 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, le montant de l'amende doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements. Plus généralement, la commission des sanctions doit,

lorsqu'elle prononce une sanction administrative, faire application du principe de proportionnalité. Ceci signifie qu'elle doit tenir compte, d'une part, de la gravité objective des faits et, d'autre part, de la responsabilité subjective de leur auteur.

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

239. En commettant les infractions susmentionnées, A et MM. X et Y ont gravement porté atteinte au principe d'égalité entre les investisseurs, ce qui a nui à la transparence et au bon fonctionnement de marchés financiers déjà fragilisés. Lorsque des émetteurs aussi importants que A commettent des infractions d'une telle gravité, c'est toute la confiance dans les marchés financiers qui est menacée. Il en va de même lorsque des dirigeants ayant une position aussi élevée et une notoriété aussi grande que MM. X ou Y commettent de telles infractions.

240. Au sein d'un groupe de la taille de A, l'autonomie de décision des individus est, par essence, limitée. La plupart des décisions se prennent au sein d'organes, de comités *ad hoc* ou d'équipes. Ce mode d'organisation ne saurait cependant servir à disculper les dirigeants les plus hauts placés dans la mesure où il peut être démontré qu'ils savaient ou devaient savoir que l'information qu'ils diffusaient était fautive ou trompeuse. Il est en effet de la responsabilité des hauts dirigeants de faire en sorte que la communication de leur entreprise soit correcte et non trompeuse.

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

241. La commission des sanctions estime que A, en tant qu'institution financière historique en Belgique, devait être particulièrement soucieuse de l'intégrité et de la réputation des marchés. En diffusant de manière répétée des informations trompeuses, elle a indéniablement participé à la dégradation de l'intégrité et de la réputation des marchés auprès du public.

242. Les infractions commises par A sont particulièrement graves, compte tenu du fait qu'à l'époque des faits, elle avait demandé à plusieurs reprises aux investisseurs de supporter massivement l'acquisition de B en investissant dans des titres nouvellement émis. Ce faisant, A se devait, par ailleurs, d'être particulièrement irréprochable en terme de communication à l'attention des investisseurs. Or, la commission des sanctions a malheureusement dû constater que la stratégie de communication de A en mai et juin 2008 ne correspondait pas à ce qu'on pouvait légitimement attendre d'un émetteur en termes d'information fidèle, précise et sincère. La stratégie de communication de A se caractérisait en effet par la transmission systématique d'informations rassurantes aux marchés alors que ces informations étaient contredites, de façon manifeste et de plus en plus importante au fil des jours, par celles qui étaient disponibles en interne.

243. La commission des sanctions estime cependant qu'il convient de tenir compte du fait qu'A SA/NV, successeur de A, est une nouvelle société, avec de nouveaux dirigeants et que la punir très lourdement pénaliserait ses actionnaires qui ont été les premières victimes des manquements de la société en matière de communication.

244. La commission des sanctions considère que les infractions commises par MM. X et Y sont également particulièrement graves. MM. X et Y ont participé activement, par leurs propos, à une stratégie de communication mise en place au sein de A qui était hautement répréhensible.

245. MM. X et Y disposaient en outre de pouvoirs très importants au sein de A, de même que d'une autorité formelle et d'une large influence tant interne qu'externe. M. X, en tant que CEO, était le principal porte-parole de A. M. Y, en tant que *Chief Finance, Risk et General Counsel* de A, était en charge du département "*Reporting, Consolidation & Accounting*". M. Y reconnaît lui-même que les équipes en charge de la préparation de la communication de A lui faisaient rapport.

246. MM. X et Y faisaient partie de l'ExCo, qui était responsable du management et de l'organisation des services de support tels que la communication interne et externe et les relations avec les investisseurs. MM. X et Y étaient, de par leur participation au RCC, à l'ExCo et à l'ERCC, parfaitement informés de la situation au sein de A et, plus particulièrement, de l'évolution des dossiers en arrière-plan des communications litigieuses (*EC remedies*, évolution des la solvabilité *look through*, plans de solvabilité, etc...). Par conséquent, la commission des sanctions estime que MM. X et Y ne peuvent à présent minimiser leur rôle en se présentant comme de simples exécutants ou de simples porte-parole interchangeables, chargés de lire des *slides* ou des *speaker notes* préparées par d'autres, dont ils ne pouvaient modifier le moindre mot. La commission des sanctions estime au contraire que MM. X et Y faisaient partie des personnes les mieux informées de la situation au sein de A et qu'ils étaient parfaitement en mesure d'influencer le contenu de la communication externe de A. Ils ont donc une responsabilité aggravée.

247. La commission des sanctions tient cependant compte de l'absence d'antécédents dans leur chef et du fait qu'ils n'ont tiré aucun profit direct personnel des infractions commises, celles-ci l'ayant été dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions.

248. En conséquence, la commission des sanctions estime qu'une amende fixée à 500.000 EUR est justifiée dans le chef de A (A' SA/NV).

249. La commission des sanctions estime qu'une amende de 400.000 EUR se justifie pour MM. X et Y compte tenu du fait qu'ils revêtaient un haut niveau de responsabilité au sein de A et qu'ils étaient impliqués de la même manière dans les infractions commises.

250. En vertu de l'article 72, § 3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002, la commission des sanctions rend ses décisions publiques de manière nominative sur le site web de la FSMA, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. En l'espèce, la publication de la présente décision n'est nullement susceptible de perturber les marchés financiers. Elle devrait au contraire les rassurer quant à l'efficacité des mécanismes de sanction mis en place par le législateur. La publication de la présente décision n'est, en outre, nullement susceptible de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause puisque le fait que la commission des sanctions a été saisie du présent dossier a été rendu public. De manière générale, l'affaire étant publique, il échet d'informer les marchés de l'issue qui lui est réservée par la commission des sanctions.

VI. Décision

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

- 1) en application des articles 36, § 2, et 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de condamner A' SA/NV (A) à une amende administrative de 500.000 €,
- 2) en application des articles 36, § 2, et 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de condamner M. X à une amende administrative de 400.000 €,
- 3) en application des articles 36, § 2, et 72, § 3, de la loi du 2 août 2002, de condamner M. Y à une amende administrative de 400.000 €,

4) en application de l'article 72, § 3, alinéa 4, de la loi du 2 août 2002, de publier la présente décision de manière nominative et dans son intégralité.

Fait à Bruxelles, le 17 juin 2013,

Michel ROZIE
Président

Luc HUYBRECHTS

Claude PARMENTIER

Philippe QUERTAINMONT

Pierre NICAISE