

Luxembourg, le 14 décembre 2005

- Objet : Projet de loi relative aux abus de marché, portant transposition de**
- la directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché),
 - la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché
 - la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêt,
 - la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des transactions suspectes. (2901WJE-BJO)

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

Par sa lettre du 30 novembre 2004, Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget a bien voulu saisir la Chambre de Commerce pour avis du projet de loi sous rubrique.

Le projet de loi no 5415 vise à remplacer la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés et a pour objet de transposer quatre directives communautaires, (trois de la Commission européenne et une du Parlement européen et du Conseil) afin de rassembler dans une même loi les dispositions relatives aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché. L'objectif de ce texte est de garantir l'intégrité des marchés financiers et de restaurer la confiance en matière financière, plus particulièrement en relation avec des transactions sur valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé.

La directive 2003/6/CE (« Directive abus de marché ») impose quant à elle aux Etats membres de l'Union européenne de compléter de manière substantielle leur législation en mettant en place un cadre harmonisé pour la prévention, la détection, l'instruction et la sanction des abus de marché afin d'assurer de manière plus efficace que par le passé la protection de l'intégrité des marchés.

La Chambre de Commerce tout en souscrivant à ces objectifs, prend acte de la tendance répressive très nette qu'opère le projet de loi sous avis, résultat de l'extension de la qualification des délits à une catégorie plus large d'infractions et de l'aggravation des peines encourues au titre de délit d'initié ou de manipulation de marché.

D'une manière générale, elle préconise un assouplissement des obligations mises à la charge des établissements de crédit et des professionnels du secteur financier dans le cadre de la détection des activités suspectes en ce qui concerne les supports et délais de notification prescrits. Les sanctions administratives qui assortissent ces obligations devraient quant à elles être modulées en fonction du fait de savoir si l'opération a été rendue publique ou pas.

Cet assouplissement devrait en outre prendre en compte les infrastructures techniques et humaines présentes et à venir dont disposent les intervenants au marché pour s'acquitter de leurs obligations. Ainsi, la Chambre de Commerce suggère t-elle d'apprécier la notion d'information privilégiée et l'obligation de dénonciation subséquente, au cas par cas.

A la lumière des évolutions récentes, le lancement d'un marché complémentaire - le marché « EuroMTF » - au marché réglementé seul opéré par la Bourse de Luxembourg jusqu'à juillet 2005 et, par voie de conséquence à l'ouverture à des pratiques de marché inconnues jusqu'à présent, il paraît nécessaire de préserver contre le risque de réputation les émetteurs et personnes en charge dans l'exercice de leur profession, de produire ou de diffuser des recommandations d'investissement et assujettis à l'obligation de rendre publiques des informations privilégiées en se conformant à certaines prescriptions de temps et de contenu, parallèlement à l'obligation de maintenir et de garantir aux investisseurs des services de qualité et de confidentialité.

Considérations générales

La Chambre de Commerce est d'avis que le présent projet de loi ne réforme pas en profondeur le cadre juridique luxembourgeois du délit d'initié mais en étend le champ d'application en introduisant notamment d'importantes modifications concernant la notion centrale d'information privilégiée.

Concernant l'objet sur lequel porte l'information, là où la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés se limitait à cibler certaines valeurs mobilières, le projet de loi sous avis inclut désormais sous le vocable plus générique d'« instruments financiers », d'autres valeurs mobilières, les instruments dérivés sur produits de base, ainsi que les instruments du marché monétaire, tous pouvant dorénavant faire l'objet de manquements par rapport à ces informations privilégiées.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce accueille favorablement l'élargissement de la notion d'information privilégiée qu'opère le projet de loi.

Elle salue l'esprit des auteurs du projet de loi de retenir comme critère pour identifier une information privilégiée, le fait pour l'instrument financier d'entretenir un lien avec une structure de marché réglementé, qu'il s'agisse d'un instrument agréé ou ayant simplement fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché, que l'opération ait été exécutée ou pas sur ce marché réglementé.

La Chambre de Commerce reconnaît que le champ d'application du projet de loi est plus large que celui de la Directive abus de marché en ce sens que le champ d'application des comportements prohibés inclut d'autres structures de marché que des marchés réglementés au sens des directives communautaires, à savoir les marchés d'actifs luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne, à titre d'exemple les EURO MTF constituent désormais un nouveau marché réglementé récemment reconnu comme tel par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Elle est d'avis que cet élargissement constitue un progrès certain pour l'intégrité des marchés dans la perspective de la reconnaissance par la CSSF de pratiques de marché ayant cours sur des marchés réglementés. Elle considère qu'il s'agit là d'un tremplin ouvrant la voie vers une réglementation de ces pratiques et encourage les établissements de crédit et les professionnels du secteur financier à saisir l'occasion pour inviter la CSSF à clarifier les modalités d'autorisation de ces instruments.

La Chambre de Commerce note qu'à la faveur de la transposition de la Directive abus de marché, le projet de loi sous avis développe un important volet préventif visant à promouvoir la transparence des informations et des marchés financiers, plus particulièrement en relation avec des transactions sur valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé. Dans cette optique, différents mécanismes de prévention impliquant d'une manière globale tous les acteurs du jeu boursier, (émetteurs, participants aux marchés, prestataires de services d'investissement, journalistes, analystes..) sont envisagés en vue de dissuader rapidement les auteurs de délits d'initiés ou de manipulations de marché.

Elle admet que les objectifs poursuivis par la Directive abus de marché et le présent projet de loi, à savoir, renforcer l'intégrité des marchés et restaurer la confiance des investisseurs en matière financière, servent indirectement les enjeux disputés par la place financière de Luxembourg, et partant, revêtent une importance économique considérable pour l'avenir. Sans remettre en cause les obligations prudentielles imposées à ces professionnels de divulguer sans délai les opérations suspectes ni celles de coopérer étroitement avec la CSSF, elle considère toutefois le texte du projet de loi trop directif dans la prescription des supports à utiliser et des délais que ces professionnels sont tenus de respecter dans le cadre de leurs obligations déclaratives.

La Chambre de Commerce se prononce par conséquent en faveur d'un assouplissement des dispositions actuelles de manière à prendre en considération de manière plus appropriée les moyens techniques mis à la disposition des professionnels du secteur financier, les contraintes de temps et celles inhérentes au déroulement de chacune de leurs tâches.

Au niveau des sanctions prévues, la Chambre de Commerce s'accorde à reconnaître qu'en dépit de la position de principe du droit luxembourgeois qui ne reconnaît pas la responsabilité pénale des personnes morales et de l'impossibilité pour les instances communautaires d'imposer aux Etats membres l'adoption de sanctions pénales à l'encontre de ces personnes faute de disposition explicite du Traité CEE¹, le projet de loi sous avis définit néanmoins les moyens permettant de dissuader les auteurs susceptibles de commettre des infractions ou des pratiques contraires à la loi.

¹ Marc Jaeger, les rapports entre le droit communautaire et le droit pénal : l'institution d'une communauté de droit. Bulletin du Cercle François Laurent, Bulletin 1 2004.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce est d'avis que le projet de loi sous avis facilite à cet égard la poursuite des délits d'initiés, en simplifiant les modes de preuve à apporter par les autorités pour obtenir la condamnation des contrevenants.

Il satisfait aux exigences de l'article 14 de la Directive au regard des infractions réalisées par ou au profit de personnes morales tout en contournant l'obstacle de la responsabilité pénale des personnes morales. En effet, la mise en place d'un dispositif de mesures et de sanctions administratives musclé présente l'avantage de permettre d'appréhender les comportements délictueux imputables aux personnes morales, dans des délais plus rapides que ne l'autoriserait une procédure pénale.

La Chambre de Commerce relève que les infractions et manquements qualifiés de délits d'initiés sont sanctionnés tant sur le plan pénal qu'administratif et autorisent tant les autorités pénales qu'administratives à exercer concurremment leur pouvoir de sanctionner.

Ainsi, il importe de mentionner que le projet de loi satisfait aux exigences de proportionnalité et d'équité devant prévaloir lors du prononcé des sanctions puisque la possibilité est ouverte au juge, afin d'éviter le cumul des sanctions pénales prononcées par le juge à la suite des sanctions administratives prises par la CSSF, d'imputer la sanction administrative et pécuniaire prononcée par la CSSF sur le montant de l'amende qu'il prononce².

La Chambre de Commerce observe d'une part une extension de la qualification des délits à une catégorie plus large d'infractions incluant désormais non seulement les abus de marché mais également les manipulations de marché. Elle est d'avis qu'au niveau des sanctions, l'aggravation des peines encourues au titre du délit d'initié par rapport à celles prononcées sous la Loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés traduit une tendance répressive très nette semblant aller à contre-courant de la dépénalisation du droit des affaires.

Pour preuve, les sanctions pécuniaires prononcées par la CSSF sont clairement assimilées à des sanctions pénales dans la mesure où elles visent, comme en matière pénale, à punir les auteurs de faits contraires au projet de loi et à dissuader les professionnels du secteur financier de se livrer à de telles pratiques³.

Commentaire des articles

I. Elargissement du champ d'application du manquement

A. L'agrandissement du cercle des initiés – La notion d'initié

La Chambre de Commerce relève que le texte de la Directive et du projet de loi opère deux aménagements sensibles par rapport à la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés, en élargissant le cercle des personnes pouvant être qualifiées de personnes initiées.

² ALJB, Bulletin Droit & Banque, no 36, p.35

³ ALJB, Bulletin Droit & Banque, no 36, p.35

Concernant l'article 1^{er} paragraphe 8, l'article 8 paragraphe 1^{er} et l'article 10

En ce qui concerne les initiés primaires, l'article 2 de la Directive abus de marché et l'article 8 paragraphe 1^{er} du projet de loi sous avis font désormais interdiction à deux nouvelles catégories de personnes initiées disposant d'informations privilégiées d'effectuer certaines transactions sur titres concernées par ces informations :

- l'initié primaire qui détient une information privilégiée en raison de son implication ou de sa préparation dans des activités criminelles et
- celui qui acquiert une information privilégiée à l'occasion de son travail ou de sa profession (« Corporate insider »).

L'article 4 de la Directive et l'article 10 du projet de loi sous avis élargissent également le cercle des personnes pouvant être qualifiées *d'initiés secondaires*. Sont ainsi visées les personnes ayant reçu des informations privilégiées avec ou sans l'intermédiaire d'un initié primaire, soit par hasard, pour autant qu'elles savent ou auraient dû savoir que l'information reçue est une opération privilégiée alors que l'article 5 de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés limitait les infractions aux personnes qui possédaient une information privilégiée en connaissance de cause.

En outre, l'article 1 de la Directive abus de marché qui précise que peuvent être qualifiées d'initiés secondaires tant les personnes physiques que morales, et l'article 1 paragraphe 8 du projet de loi sous avis qui définit « toute personne » comme englobant aussi bien « les personnes physiques ou morales », innove en qualifiant d'opération d'initié toute infraction réalisée par une personne physique au profit d'une personne morale.

Il convient de noter de surcroît que cette extension de la notion de délit d'initié transparait également au niveau des sanctions puisque l'article 32 du projet de loi sous avis sanctionne pénalement les personnes physiques se rendant coupables d'abus de marché, même s'il opère une distinction au niveau des peines entre initiés primaires et initiés secondaires.

La Chambre de Commerce observe que l'infraction d'opération d'initié est désormais constituée sur base d'un élément simplement matériel - l'utilisation d'une information privilégiée - l'élément intentionnel normalement constitutif de l'infraction pénale n'étant plus requis pour qualifier l'infraction de délit d'initié.

Si elle est sensible au fait que les auteurs du projet de loi aient entendu se conformer à la Directive en étendant l'application de l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché aux personnes qui « auraient dû savoir » que l'information reçue était une information privilégiée (initiés secondaires), constate toutefois que l'article 32 alinéa 1 du projet de loi sous avis modère les effets pervers de cette qualification (article 10) en précisant que l'opération d'initié ou la manipulation de marché ne sera répréhensible pénalement qu'à la condition d'avoir été commise « sciemment ».

La Chambre de Commerce, s'interrogeant sur les possibilités concrètes désormais offertes aux employés de sociétés chargés d'exécuter des opérations boursières sur ordre de leurs clients et se trouvant par la suite impliqués dans une opération qualifiée ultérieurement d'opération d'initiés, est d'avis suivant la logique des auteurs du projet sous avis, que l'exonération de responsabilité devient quasiment impossible pour ces

derniers. L'opération d'initié étant constituée à partir du simple élément matériel, elle déplore que ces employés se voient désormais exposés de façon automatique à des sanctions administratives à partir du moment où il sera difficile d'apporter la preuve de l'élément intentionnel de l'acte répréhensible qui leur est imputable. De ce fait, la Chambre de Commerce émet des réserves par rapport à l'application de sanctions pécuniaires administratives qui, tout en recherchant un effet dissuasif, pourraient s'avérer excessives, car contraires au principe de proportionnalité.

B. L'extension des comportements prohibés et leurs sanctions

Concernant l'article 2

Cet article qui précise les caractéristiques d'une information privilégiée exige que l'information en question revête un « caractère précis ». Cependant, plutôt que de se référer à des circonstances objectives, le texte fait usage de notions subjectives telles que celles d' « ensemble de circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'il existera » ou « d'événement dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira ».

La Chambre de Commerce regrette que l'alinéa 1^{er} de cet article n'apporte justement que peu de précisions aux personnes susceptibles de détecter une telle information. De même l'« information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés » fait référence à une information qu'un « investisseur raisonnable » serait susceptible de mettre à profit.

Dans ces domaines, la Chambre de Commerce estime que l'utilisation pratique de tels critères sera de toute façon soumise à l'appréciation des juges et partant, émet un avis réservé quant à l'utilité de la présence de tels critères dans le dispositif du projet de loi.

Concernant l'article 3

La liste des signaux à prendre en considération par les autorités lorsqu'elles examinent un comportement susceptible d'être considéré comme une manipulation de marché appelle de la part de la Chambre de Commerce les commentaires suivants.

Etant donné qu'un comportement susceptible de constituer une manipulation de marché ne peut être identifié qu'à partir d'un faisceau d'indices et que pour apprécier cette notion, chaque autorité de supervision nationale dispose d'une certaine marge de manœuvre, il s'ensuit que les contours de cette notion varient forcément d'un pays à l'autre, pouvant donc conduire à des divergences d'application au sein des Etats membres de l'Union. En outre, il est à relever que la notion de manipulation de marché s'appréhende différemment suivant les marchés en cause. Partant, la Chambre de Commerce recommande donc une intervention diligente de la CSSF afin de lever les incertitudes juridiques concernant des faits pouvant s'avérer des actes pénalement sanctionnés et définir par voie de circulaire les pratiques de marché admises. Même si une telle interprétation ne lie pas le juge pénal, elle permettra néanmoins de lever un certain nombre d'incertitudes.

D'autre part, sous le paragraphe 3.1 de cet article, le 3^{ième} tiret vise la prise en considération dans l'appréciation de cette notion d'un changement éventuel de bénéficiaire économique. Compte tenu de l'état actuel de la doctrine et de la législation luxembourgeoise qui n'a pas encore adopté cette terminologie, en particulier celle

relative à la lutte contre le blanchiment, elle recommande de préférence l'utilisation prudente dans un texte aux incidences pénales de la notion de « propriétaire bénéficiaire » que retient la loi française.

Concernant l'article 5

Cet article délimite le champ d'application et l'origine des actes répréhensibles susceptibles d'être qualifiés de délits d'initiés.

La Chambre de Commerce propose de supprimer le mot « étranger » après les mots « marché réglementé » dans le deuxième tiret de cet article et de le remplacer par les mots « d'un Etat membre » qui figure au point b) de l'article 10 de la Directive abus de marché. En effet, cette proposition de modification de texte coïnciderait exactement avec le texte communautaire. A défaut, le maintien du mot « étranger » conduirait à élargir le risque pénal dans la mesure où tout abus de marché commis sur un marché d'un pays tiers serait punissable selon le droit luxembourgeois et conduirait à sanctionner des comportements susceptibles de contrevenir à des pratiques de marché moins connues encore que celles prévalant sur les marchés européens.

En suggérant de limiter le champ des comportements prohibés concernant des instruments financiers admis à la négociation et susceptibles de poursuites et de sanctions aux territoires des Etats membres, la Chambre de Commerce est d'avis que seuls des comportements prohibés ayant leur origine sur les territoires et pouvant effectivement bénéficier de la surveillance des autorités compétentes de ces Etats membres devraient être pris en compte.

Concernant l'article 6

Cet article définit les dérogations au principe de l'interdiction des abus de marché.

La Chambre de Commerce propose de supprimer les termes « ou un pays tiers » car l'exclusion des opérations des pays tiers à l'Union européenne semble aller au-delà de ce qui est prévu à l'article 7 de la Directive abus de marché.

Concernant l'article 33

L'article 14 paragraphe 1 et 3 de la Directive abus de marché pose le principe directeur de mesures ou de sanctions administratives laissées à l'initiative des Etats membres à l'encontre des personnes physiques et morales se rendant coupables d'infractions et de manquement d'initiés.

Le règlement de la Commission européenne du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, pris en application de la Directive abus de marché fait clairement référence au paragraphe 12 de son préambule à un corps de règles communes pour combattre à la fois les opérations d'initiés et les manipulations de marché. La Chambre de Commerce considère qu'il serait souhaitable de se référer clairement, par rajout sous l'article 33 du projet de loi sous avis, à ce règlement. En effet, ce règlement fait partie intégrante du plan d'action défini par la Commission européenne

du 11 mai 1999 pour achever le marché des services financiers et, en particulier, lutter contre les manipulations de marché.

Concernant l'article 33 point 6

La Chambre de Commerce approuve sans réserve les mesures de publication des amendes et sanctions prononcées à l'encontre des contrevenants prévues à l'article 33 point 6, instaurées dans le but de renforcer l'efficacité de l'action de surveillance prudentielle de la CSSF.

Concernant l'article 33 point 7

En ce qui concerne la mesure d'interdiction d'exercice à titre temporaire prévue sous cette disposition à l'encontre des établissements de crédit et professionnels du secteur financier, la Chambre de Commerce constate que ces infractions donnent lieu à des sanctions d'une sévérité particulière vis-à-vis de ces professionnels en comparaison avec celles découlant des obligations déclaratives d'opérations suspectes qui leur sont imposées sous les circulaires CSSF 01/40 et 02/78 dans le cadre des infractions en matière de blanchiment. Elle est d'avis que l'obligation de notification à la CSSF qui incombe à ces acteurs au terme de l'article 12 du projet de loi sous avis est susceptible de poser des questions d'interprétation quant à l'étendue de l'obligation du professionnel et à l'appréciation par ce dernier de l'opportunité dans sa démarche de détection des comportements ou des pratiques suspectes.

II. La notion d'information privilégiée

A. Des précisions nouvelles

Concernant l'article 1 paragraphe 18

Par souci de clarté, la Chambre de Commerce recommande de distinguer deux paragraphes séparés correspondant à deux définitions distinctes, comme suit :

- Article 1^{er} paragraphe 18 : « Canaux de distribution » et
- Article 1^{er} paragraphe 19 : « information susceptible d'être rendue publique. »

Concernant l'article 4

L'alinéa 1^{er} de cet article vise le champ matériel du projet de loi. Le commentaire de cet article dans le projet de loi sous avis analyse l'information privilégiée comme englobant toutes les opérations effectuées ou non sur un marché réglementé, les MTF, les opérations over-the-counter dès lors qu'une opération exécutée ou un ordre passé sur un tel marché porte sur un instrument financier admis à la négociation ou pour lequel une demande d'admission sur un marché réglementé a été présentée.

La Chambre de Commerce constate que le projet de loi sous avis opère une extension du délit d'information privilégiée et d'abus de marché à des instruments financiers ne figurant pas pour l'instant sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne. Elle s'étend en effet à d'autres structures de marché que les

marchés réglementés au sens de la Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 du Conseil relative aux services d'investissements dans le domaine des valeurs mobilières. Elle considère pareille extension du champ matériel de la loi abus de marché comme étant favorable à la sécurité et à la protection maximale des actionnaires, celle-ci pouvant s'avérer bénéfique en contribuant à rehausser l'image de marque et l'intégrité des marchés organisés de la place de Luxembourg.

Dès lors, elle suggère de compléter l'article 4 du projet de loi sous avis comme suit :

« Les articles 8, 9, 10 et 11 s'appliquent en outre à tout instrument financier admis à la négociation sur un marché d'actifs financiers luxembourgeois qui ne figure pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne. »

Elle considère cependant que les nouvelles dispositions légales de l'article 4 paragraphe 1 ne s'appliquent pas pour autant à l'ensemble des marchés présents et à venir, étant donné que la Directive 2004/39 du Parlement et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (Directive MIFID) n'a pas encore été transposée en droit luxembourgeois. Pour ce faire, elle prend en considération le fait que les services de la Commission interprètent cette directive comme ne permettant pas la création d'un marché non réglementé qui ne soit pas un MTF.

La Chambre de Commerce estime d'autre part que l'application de l'article 4 paragraphe 1 du projet de loi sous avis reste pour l'instant suspendue à la définition par la CSSF des conditions précises requises pour l'obtention d'un agrément par les instruments financiers admis sur un marché non réglementé.

Par conséquent, elle est d'avis que le projet de loi sous avis ne s'applique pas aux instruments financiers non admis sur un marché réglementé mais uniquement aux négociations d'un MTF ou d'une structure de marché ne répondant pas aux normes d'un marché réglementé.

Pour autant, elle ne s'oppose pas à ce que des valeurs mobilières destinées à être négociées dans le futur sur un marché non réglementé soient admises sur ces marchés sans pour autant avoir été admises obligatoirement et préalablement à la négociation sur un marché réglementé.

Concernant l'article 4 alinéa 2

Cet article vise l'information privilégiée portant sur des valeurs mobilières « mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé au premier alinéa. »

La Chambre de Commerce est favorable aux objectifs poursuivis par les auteurs du projet de loi sous avis de considérer comme information privilégiée, celle relative à de nouveaux produits financiers, les produits dérivés par exemple, compte tenu de l'importance des opérations réalisées sur ces produits, certains n'étant pas encore admis à la négociation sur un marché réglementé ou en passe de l'être, comme les « warrants » et les « options admises hors bourse ». Elle en conclut que seront donc également visées les opérations réalisées sur les systèmes alternatifs de négociation, si elles portent sur des instruments admis à la cote d'un marché.

B. La notion d'influence sensible sur les cours

L' article 1^{er}, paragraphe 1^{er} 4^{ième} tiret, retient pour définir l'information privilégiée, parmi d'autres caractères, l'information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers ou d'instruments financiers dérivés.

Bien que la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés retenait déjà sous son article 1^{er} paragraphe 1 ce caractère pour définir l'information privilégiée, la Chambre de Commerce est d'avis que cette notion est susceptible de susciter en pratique des difficultés d'interprétation. En effet, si une incidence sur les cours peut être constatée, évaluer « l'influence sensible » en matière de manquement d'initié paraît malaisé. La Chambre de Commerce estime que cette évaluation est d'autant plus difficile que le seuil de sensibilité se conçoit de façon différente selon le type d'instrument financier en cause, et surtout selon le marché sur lequel on se situe. Il semble légitime de penser que les participants au marché et la CSSF devront apprécier au cas par cas si une information est susceptible d'influencer de façon notable le cours du ou des instruments financiers en tenant compte des circonstances particulières.

En outre, la Chambre de Commerce souligne des divergences au niveau de la traduction de la disposition de l'article 1^{er} paragraphe 1^{er} de la Directive abus de marché qui retient dans la version française la notion d'influence « sensible », d'influence « significative » (*significant*) dans la version anglaise, et d'influence substantielle (*erheblich*) dans la version allemande. Ces différences d'interprétation rajoutent à l'incertitude par rapport à la manière dont une même opération pourra s'apprécier d'un Etat membre à l'autre.

III. Prévention des abus de marché et transparence des informations

La Directive abus de marché impose aux différents Etats membres de compléter de manière substantielle leur législation afin d'assurer de manière plus efficace la protection de l'intégrité du marché. Elle prévoit un important volet préventif.

A. Obligations incombant aux participants du marché - Obligation de notification des opérations suspectes

Concernant l'article 12

L'article 6 de la Directive abus de marché laisse aux Etats membres, et plus directement aux opérateurs de marché, le soin de déterminer et de mettre en place la manière d'empêcher et de déceler les pratiques de manipulations de marché sans en préciser les modalités, à savoir le moment, le contenu et le mode de communication, qui seront mis en œuvre.

L'article 12 paragraphe 1^{er} du projet de loi sous avis établit l'obligation pour les personnes effectuant des opérations à titre professionnel d'avertir sans délai la CSSF si elles ont des raisons de soupçonner qu'une opération pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché.

La Chambre de Commerce tient tout d'abord à préciser que l'obligation de dénonciation d'une opération suspecte s'applique à tous les établissements de crédit et professionnels du secteur financier pour autant qu'ils sont établis au Luxembourg.

Sont également visées :

- les personnes de droit luxembourgeois telles que les succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit situées dans un Etat membre de l'UE ou exerçant leurs activités par voie de succursale à l'étranger
- les entreprises d'investissement de droit étranger exerçant leurs activités par voie de succursales au Luxembourg ou de libre prestation de service.

De manière concordante par rapport à l'extension de la notion d'information privilégiée commentée plus haut, la Chambre de Commerce est d'avis qu'il faut encourager ces professionnels dans le cadre de la détection et de la prise en compte des comportements illégaux suspectés, à ne pas se limiter aux infractions portant sur des instruments financiers autorisés à la négociation sur la liste des marchés réglementés agréés dans l'Union européenne dont la liste est publiée par la Commission européenne ou admis à la négociation d'un MTF mais à appréhender également les marchés d'actifs luxembourgeois appartenant à une structure de marché qui ne répond pas aux normes d'un marché réglementé.

Elle émet cependant des réserves quant à la possibilité effective pour les établissements et personnes visées de se conformer « sans délai » à cette obligation de notification. S'il est vrai que de par leur activités les établissements et professionnels du secteur financier sont de par leur activités normalement impliqués tant à un stade de pré - négociation par la mise en relation de personnes, qu'à un stade d'exécution ou de post-négociation, la Chambre de Commerce estime que la mise en œuvre de cette obligation de dénonciation d'opération suspecte apparaît toutefois délicate.

Les professionnels n'étant pas tenus de vérifier l'absence d'infraction à la loi sur les abus de marché avant d'exécuter un ordre - précaution qui aurait été d'ailleurs inconciliable avec leurs obligations d'exécuter à bref délai les ordres reçus - c'est donc le plus souvent a posteriori, après que certaines informations sont rendues publiques, que ces professionnels peuvent se livrer à une appréciation circonstanciée et dûment fondée, menée au terme d'une analyse corroborant l'existence d'un risque d'abus de marché.

Pour ces raisons, et à l'instar des précisions qu'apporte la circulaire CSSF 02/78 sur les obligations de déclaration des professionnels placés en présence d'un indice de blanchiment, la Chambre de Commerce est d'avis que l'obligation d'avertir la CSSF « sans délai » ne peut raisonnablement s'appliquer qu'à la condition que le professionnel ait acquis un certain degré de conviction lui permettant d'apprécier la vraisemblance et la plausibilité d'un tel risque.

Par conséquent, la Chambre de Commerce estime que l'obligation qui résulte de cet article pose inévitablement la question de savoir comment interpréter le moment à partir duquel naît cette obligation dans le chef des personnes visées. Elle prend en considération l'exigence formulée dans le commentaire de cet article faite à l'adresse des professionnels de mettre en relation, au terme de leur analyse, l'opération suspecte avec d'autres opérations. Elle aboutit à la conclusion que l'obligation de notifier sans délai l'opération soupçonnée, est inconciliable avec l'obligation de procéder à une

analyse en vue de déterminer si ladite opération peut « raisonnablement » être soupçonnée.

Dès lors elle recommande de modifier la rédaction de l'article 12 paragraphe 2 du projet de loi sous avis de la manière suivante:

« Les personnes visées au paragraphe 1^{er} décident, sur la base d'un examen au cas par cas, et une fois les opérations d'achat ou de vente d'instruments exécutées et publiées, si une opération peut raisonnablement être soupçonnée de constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché. »

Dans ce contexte et afin de tenir compte de ce qui précède, la Chambre de Commerce suggère de nuancer la formulation du principe de sanctions administratives prévu sous l'article 33 paragraphe 1^{er} et paragraphe 7 auxquelles sont exposées les personnes physiques, professionnels du secteur financier qui faillissent à leur obligation de divulgation. Elle est d'avis que le manquement à l'obligation de notification du professionnel devrait au niveau du prononcé des sanctions, clairement tenir compte du fait de savoir si l'opération suspecte a été ou non rendue publique.

L'article 12 paragraphe 9 précise que les personnes soumises à l'obligation de notification à la CSSF sont protégées par la loi. Cette divulgation ne constituant pas une violation de secret professionnel, elles sont exonérées de toute responsabilité.

La Chambre de Commerce note que l'obligation de notification vise « les personnes effectuant des opérations à titre professionnel » et soumet donc au moins les établissements de crédit et les PSF à cette obligation.

Sans pour autant remettre en question le fait que la loi inclue d'autres professionnels financiers particulièrement bien placés de part leur activité pour détecter d'éventuelles transactions suspectes et cela même s'ils n'effectuent pas eux-mêmes des opérations sur instruments financiers, soumis d'autre part en tant que professionnels du secteur financier à la surveillance de la CSSF, elle émet néanmoins de sérieux doutes sur la plausibilité pour ces professionnels de se prêter spontanément à cette exigence de divulgation en raison du risque de réputation auxquels ils sont exposés et de la nature confidentielle des informations financières au centre de leurs relations d'affaires.

Par ailleurs, la Chambre de Commerce attire l'attention des auteurs du projet de loi sous avis sur le fait que cette obligation exige en parallèle la mise à disposition de moyens humains et techniques importants en vue de soutenir et d'accompagner le travail de détection et de collecte d'informations complémentaires devant confirmer cette première analyse. Parallèlement, cette obligation emporte inévitablement un renchérissement du coût de ces services.

Concernant l'article 15

Cet article introduit une dérogation conditionnelle au principe d'une diffusion aussi rapide que possible des informations privilégiées au public, dans le but de préserver et de protéger les intérêts légitimes des investisseurs.

La Chambre de Commerce note que le projet sous avis se contente de faire référence toutefois sans reprendre dans le corps du projet, la liste des situations

mentionnée au niveau du commentaire des articles, dans lesquelles un émetteur est susceptible d'invoquer des « intérêts légitimes » pour ne pas diffuser une information privilégiée ou en différer la publication telle qu'énoncée à l'article 3 paragraphe 1^{er} de la directive 2003/124/CE.

Elle est donc d'avis qu'il serait souhaitable d'inclure cette liste d'intérêts légitimes, de manière indicative, mais non exhaustive afin de rendre compréhensibles les objectifs poursuivis par les auteurs du projet de loi, au rang desquels la protection des intérêts de l'investisseur est prioritaire.

B. Obligations imposées aux émetteurs d'instruments financiers et aux personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement.

Concernant l'article 14 paragraphe 4

Cet article fait référence à l'obligation pour les émetteurs de rendre publiques les informations privilégiées communiquées par eux à un tiers dans l'exercice de leurs fonctions ou de leur travail, ces informations devant en outre figurer sur le site internet pendant une période de trois mois.

La Chambre de Commerce observe qu'à la différence de l'article 6 paragraphe 1^{er} de la Directive qui exige que ces informations figurent parallèlement sur internet pour une période appropriée, le projet de loi sous avis fait preuve d'une plus grande rigidité puisqu'il prescrit une période précise assortie d'une sanction administrative en cas de manquement à l'obligation de publication.

Concernant l'article 16 paragraphe 4

Sous cet article, il conviendrait de remplacer le terme « celui-là » par « celui-ci ».

Concernant l'article 17

La Chambre de Commerce estime que pour autant qu'elles sont fondées et conformes à l'article 2 paragraphe 1^{er} de la Directive, les obligations déclaratives imposées aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur ayant son siège statutaire au Luxembourg (ou à effectuer par le biais de l'émetteur ayant son siège statutaire dans un pays tiers) concernant des opérations « effectuées pour compte propre et, portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation sur un marché réglementé » n'en constituent pas moins une incursion significative dans la vie des personnes concernées.

Ainsi, il serait souhaitable que les personnes concernées soient, préalablement à leur prise de fonctions, informées des conséquences au niveau de leur responsabilité qui découlent de leurs fonctions dirigeantes, au moyen par exemple de la remise d'un code de bonne conduite ou d'éthique. Une telle recommandation de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise (« Corporate governance ») contribuerait à renforcer les obligations de transparence de la part de tous les détenteurs d'informations privilégiées.

Concernant l'article 20 paragraphe 2

L'obligation faite à l'article 20 paragraphe 1^{er} aux personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement de communiquer ces informations de manière claire, précise et fiable leur enjoint également de faire figurer certaines mentions spécifiques sur leur site internet lorsque ces recommandations sont émises de façon non écrite.

Sans dénier le fait que l'utilisation d'internet s'étende aujourd'hui, en particulier dans les domaines traitant ou ayant un impact sur le secteur financier, la Chambre de Commerce s'interroge sur l'opportunité de rendre l'obligation de publication sur ce médium automatique pour cette catégorie de professionnels (analyste indépendant, entreprise d'investissement, établissement de crédit). En effet, compte tenu de la nature de leur activité principale, l'obligation de répercuter ces recommandations sur internet peut s'avérer restrictive par rapport à la nécessité d'informer le public de la manière la plus large possible. Pour ces motifs, elle suggère, conformément à l'article 6 paragraphe 1^{er}, deuxième alinéa de la Directive, de recommander la diffusion de l'information par internet sans toutefois en faire une obligation intangible.

IV. Pouvoirs de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF)

A. Surveillance et enquête

Concernant l'article 29

Cet article qui porte transposition de l'article 12 de la Directive abus de marché, investit l'autorité compétente de l'Etat membre de pouvoirs de surveillance et d'enquête visant à renforcer le dispositif communautaire destiné à assurer l'intégrité des marchés financiers et renforcer la confiance des investisseurs dans ces marchés.

La Chambre de Commerce convient qu'il y a lieu d'insister sur le fait que ces compétences et moyens d'action spécifiquement dévolus à la CSSF sont d'autant plus nécessaires à l'exercice de ses fonctions dans le cadre du projet de loi sous avis qu'ils visent non seulement des catégories professionnelles déjà soumises par le droit positif luxembourgeois à cette autorité, mais également d'autres personnes, notamment les analystes financiers, les journalistes et les avocats, les réviseurs d'entreprise.

Sur ce point, la Chambre de Commerce tient à distinguer le fait que si certaines professions particulières sont en droit d'opposer partiellement ou complètement leur secret professionnel à la CSSF conformément au droit national, certaines personnes ne peuvent se prévaloir de ce secret compte tenu du droit de regard général dont dispose la CSSF en vertu de l'article 53 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Afin de bien rendre compte de l'importance des pouvoirs de la CSSF indispensables à l'exercice de ses fonctions, pour les besoins de procédure à mener dans le cadre de délits d'initié, la Chambre de Commerce suggère de préciser à la fin de la dernière phrase du paragraphe 1^{er} de cet article, les mots « au titre de la présente loi » et de remplacer sous ce paragraphe, les mots « incluent notamment », par le mot « a » afin de tenir compte de cette exigence.

B. Pratiques de marché sur marchés non réglementés

Concernant l'article 31

D'une manière générale, la Chambre de Commerce est favorable à l'extension du champ d'application du projet de loi sous avis à certaines pratiques de marché pour lesquelles la CSSF est désignée comme autorité compétente, chargée de superviser leur acceptabilité. Elle considère le fait que certaines pratiques de marché ayant cours sur des marchés non réglementés, puissent à l'avenir être susceptibles d'être reconnues acceptables dans le cadre de procédures de consultation et de coopération avec les autorités compétentes d'autres Etats membres, constitue un élément supplémentaire favorable contribuant à renforcer l'intégrité des marchés.

En outre, l'ouverture à de nouvelles opérations financières, opérée par le biais du rapprochement entre autorités compétentes, permet de considérer le segment du marché non réglementé comme un marché sous surveillance effective de la CSSF, autorisant du même coup les notions d'éligibilité auprès des banques centrales et des investisseurs institutionnels et renforçant la crédibilité de ce marché.

Conclusion

La Chambre de Commerce approuve les grandes lignes du projet de loi sous avis dont le détail des dispositions est dicté par le droit communautaire. Sous réserve des observations visant les modalités de mise en oeuvre des obligations prescrites aux professionnels du secteur financier, les nouvelles dispositions qui élargissent le champ d'application des comportements prohibés et des délits d'initiés désormais punissables, devraient apporter un outil de protection et de sécurisation supplémentaire des opérations, tout à fait favorable à la place financière de Luxembourg.

* * *

Sous réserve des modifications proposées, la Chambre de Commerce peut approuver le projet de loi sous rubrique.

BJO/TSA